BANK-ARCHIV

Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen.

XXIX. Jahrgang. Berlin, 1. Februar 1930. Nummer 9.

Inhalts-Verzeichnis.

Zur Frage der Unabhängigkeit der Reichsbank.

Von Geheimrat Dr. **W. Frisch**,
Vorstandsmitglied der Dresdner Bank.

Die völlige Unabhängigkeit der Reichsbank von Einflüssen der Regierung, der sie bestimmenden oder von ihr bestimmten Faktoren sollte für jeden, der die Entwicklung unserer Finanz- und Währungspolitik seit 1914 auch nur oberflächlich verfolgt hat, als unabänderliches Postulat feststehen. Die nach dem siegreichen Feldzuge von 1870/71 als eines der Wahrzeichen der neuen kraftvollen Entwicklung des Reiches errichtete Reichsbank war ein integrierender Teil der Reichsgewalt. Der Reichskanzler war ihr oberster Chef. So war es selbstverständlich, daß die Reichsbank beim Ausbruch des Weltkrieges für die Finanzierung des Reiches eintrat und damit die Währung, deren Schutz ihr anvertraut war, zunächst in Gefahr und, als der Krieg unglücklich auslief, zum Opfer brachte. Aus dieser Verkettung hat sie sich auch nach Ablauf des Krieges bis zum Jahre 1924 nicht lösen können; sie konnte sich selbst dann nicht befreien, als man sie durch Reichsgesetz vom 26. Mai 1922 für „autonom" erklärte. Diese Autonomie stand auf dem Papier, da es dem damaligen Reichsbankpräsidenten nicht möglich erschien, die Reichsbank aus der Verstrickung mit den Reichsfinanzen durch Geltendmachung ihrer Autonomie und durch Widerspruch gegen den Mißbrauch seines Institutes zu lösen. Als Havenstein in dem Augenblick starb, da diese Loslösung durch die Schaffung der Rentenmark in greifbare Nähe rückte, waren von der Reichsbank nur noch Trümmer übrig. Man zweifelte anfangs, ob man sie nach den gemachten Erfahrungen überhaupt zu neuem, selbständigem Leben erwecken könnte, das einen völligen Bruch mit der Vergangenheit bedeuten mußte. Im Dawes-Plan steht daher die Forderung nach einer neuen Währung neben der einer neuen Notenbank. Man glaubte die neue Währung nur einer Notenbank anvertrauen zu sollen, die vollständig unabhängig sein und eine Abkehrung von dem alten Prinzip bedeuten mußte. Nach dem Organisationsplan für die neue Reichsbank wurden als Merkmale ihrer Unabhängigkeit gefunden und festgesetzt die Unabhängigkeit des Reichsbankpräsidenten und seines Direktoriums, die Unabhängigkeit des Generalrates und das Verbot, dem Reiche über gewisse niedrige Vorschüsse hinaus zur Verfügung zu stehen. Damit war der Schutz der Währung, dessen Vernachlässigung so viel Unglück heraufbeschworen hatte, in den Vordergrund gerückt; er war nach den gemachten Erfahrungen nur gewährleistet, wenn die völlige Loslösung von den Reichsgewalten beschlossen und jede unklare Verquickung von Funktionen einer Notenbank und eines Organs des Reiches ausgeschlossen wurde. Trotzdem blieb tatsächlich die Reichsbank ein Teil des großen wirtschaftlichen und politischen Reichsorganismus. Wenn in ihn die alte Reichsbank dadurch eingeordnet war, daß ihr Chef der Reichskanzler war, so sprach hier eben der Gedanke mit, daß die Aufgaben des Zentralnoteninstituts im weiteren Sinne nicht mit der Befolgung seiner Satzungen erfüllt sein konnten. Der Schutz der ihm anvertrauten Währung, seine Stellung als mächtigster Faktor im gesamten Wirtschaftsleben stellen größere Anforderungen an seine Leitung, als nur nach anerkannten Grundsätzen für die Regulierung des Notenumlaufs, seine Deckung und die Diskontpolitik zu sorgen. In dieser notwendigen weiteren Auffassung der Tätigkeit eines Zentralnoteninstituts liegt der innere Grund für die jüngst in der Oeffentlichkeit zur Besprechung gelangte Frage einer Einflußnahme der Regierung auf die Reichsbank, insbesondere auf ihren Präsidenten. In diesem Zusammenhange sei hier nur kurz an einige Tatsachen erinnert:

Man hat es mit Dank anerkannt, daß die Reichsbank durch Schaffung der Golddiscontbank dem Kreditbedürfnis der Exportindustrie entgegenkam und so die Wirtschaftskrise zu mildern wußte, die infolge der Deflation im Jahre 1925 entstand. Die unglückliche Finanzpolitik des Reiches, der Länder und der Gemeinden, die den Geldmarkt in eine unnatürliche, dem Bilde einer abflauenden Konjunktur widersprechende Verfassung versetzt haben, mußte zu einer Reaktion der Reichsbank führen, schon weil die Lage der Reichsfinanzen in kritischer Zeit zu Goldabgaben zwang, wie schließlich zur Heraufsetzung des Diskonts und auch seine zögernde Ermäßigung ein Produkt der verkrampften Ver-

fassung unserer öffentlichen Finanzen war. Die Frage einer Verschuldung unserer Gemeinden an das Ausland ist nicht nur ein Währungsproblem, weil die aufgenommenen Darlehen in fremder Valuta zurückgezahlt werden müssen, sondern muß die Reichsbank auch deshalb interessieren, weil durch den Zustrom der fremden Devisen eine, ihre Politik störende Kreditinflation erzeugt werden kann, die außerdem infolge der Tatsache, daß ausländische Kredite ausländische Wareneinfuhr zur Folge haben, die Handelsbilanz schädlich zu beeinflussen geeignet ist. Man kann nicht verkennen, daß es Pflicht der Reichsbank war, hier ihren ganzen Einfluß aufzubieten, um Schädigungen, die aus solchem Gebaren drohten, abzuwenden, man müßte sonst annehmen, daß es völlig genügt, wenn die Währung als solche gehalten wird, obschon das Wirtschaftsleben durch politische Faktoren zum Erliegen gebracht wird. Die Verhinderung einer uferlosen kommunalen Kreditpolitik brachte, für den Augenblick gesehen, gewiß Nachteile für den Geldmarkt und die industrielle Beschäftigung mit sich, aber sie führte auch zur Diskussion des Problems der inneren Kapitalbildung und zwang erfreulicherweise weitere Kreise, zur Finanzreform Stellung zu nehmen. Die Erörterungen über die Stellungnahme der Reichsbank zu den Beschlüssen der letzten Haager Konferenz sind noch in frischem Gedächtnis. Alle diese nur flüchtig angedeuteten Fragenkomplexe sollen lediglich vor Augen führen, wie unmöglich es ist, Richtlinien oder Grundsätze für das Interesse aufzustellen, das unser Zentralnoteninstitut oder sein Präsident an öffentlichen Fragen nehmen soll oder darf. Das Irrationale, das hier unverkennbar vorhanden und im Wesen der Sache begründet ist, findet seine Bestimmung im einzelnen Falle im Temperament und in den im öffentlichen Leben so notwendigen Eigenschaften der Verantwortungsfreudigkeit und der Initiative. Es ist nicht unsere Sache, diesen Gedanken hier weiter nachzugehen. Für die gesamte Wirtschaft erhebt sich die Frage, ob wegen gewisser, nicht auszuschaltender politischer Reibungsmöglichkeiten, die immer mit der Stellung eines Zentralnoteninstituts und seiner Leitung im Gesamtorganismus des Reiches verbunden sein werden, aus politischen Gründen also, ein schwerer wirtschaftlicher Rückschritt gemacht werden darf, wie er in der Antastung der Unabhängigkeit der Reichsbank läge. Man sieht aus der Geschichte der alten Reichsbank, wie verderblich die beamtenmäßig ausgeprägte Stellung des Präsidenten der Währung werden mußte, weil in der Gebundenheit an den Reichskanzler auch das Moment des Gehorsams gegen die von ihm vertretene Politik lag. Die Erregung über das, was wir mit dem alten System erlebten, zittert noch in uns nach. Wir wissen, was wir der Unabhängigkeit der Reichsbank und ihrer Organe verdanken. Man sollte in dieser gewiß nicht leichten Zeit, auch wenn man es noch so gut meint, nicht an dem bessern wollen, was uns in den letzten Jahren Sicherheit unserer Währung und damit Vertrauen in unsere Wirtschaft innen und außen verschafft hat. Als Ludwig Bamberger zur ersten Verlängerung des Privilegs der Reichsbank im Jahre 1889 im Reichstag redete, sprach er das kluge Wort: „Bewahren Sie sie nicht bloß vor schlechten Experimenten, sondern sogar vor guten Experimenten."

Reichsfinanzdämmerung oder Reichsfinanzreform?

Von Dr. h. c. **O. Schwarz**, Erfurt.

I.

Seit Jahren und in letzter Zeit in steigendem Maße klagt die deutsche Wirtschaft über die nicht mehr erträgliche, jede Rentabilität hindernde Steuerbelastung. Kein Wunder, daß, seitdem der Abschluß des Young-Plans mit seiner jährlichen Lastensenkung von etwa 700 Millionen Mark in greifbare Nähe rückte, von allen Seiten umfassende Finanzreformprojekte auftauchten. Zugleich machte man dem Reichsfinanzminister die bittersten Vorwürfe wegen Verzögerung der Veröffentlichung der Hauptziele der von ihm geplanten Reformen. Im Herbst v. J. lüftete dieser zwar den Schleier etwas und gab bekannt, daß er gewillt sei, die wichtigsten direkten Steuern zu senken und zugleich Tabak-, Biersteuer sowie Branntweinverkaufstarife zu erhöhen (ein im Munde eines sozialdemokratischen Ministers zweifellos sehr bemerkenswertes und dankenswertes Zugeständnis). Auch beabsichtigte die Reichsregierung trotz der erst im Januar bevorstehenden Entscheidung über den Young-Plan noch vor Weihnachten eingehendere, zugleich die Sicherung eines dauernden Gleichgewichts im Reichshaushalte bezweckende Steuer- und Tilgungsreformpläne dem Reichstag zur Kenntnis und Billigung zu unterbreiten, als ihr plötzlich durch das bekannte Memorandum des Reichsbankpräsidenten in aller Oeffentlichkeit nicht nur wegen ihrer Reparations-, sondern auch wegen ihrer Finanzpolitik die schwersten Vorwürfe gemacht wurden.

Dem Charakter dieser Zeitschrift entsprechend beabsichtige ich nicht, über Berechtigung, Form und Opportunität dieses politischen Schrittes zu polemisieren, doch nötigt mich mein Thema, in eine sachliche Kritik der Ausführungen des Memorandums einzutreten, soweit sie sich auf die deutsche Finanzwirtschaft beziehen.

In dem Memorandum heißt es zunächst, daß „seit Unterzeichnung des Young-Plans nicht das geringste zur Herstellung des materiellen Gleichgewichts des Reichshaushalts geschehen sei". Nun braucht man die Finanzpolitik Hilferdings, wie übrigens auch der meisten seiner Vorgänger, die ihn mit einem sehr schweren Erbe belastet hatten, wirklich nicht in Allem gut zu heißen, und wird doch gerechterweise anerkennen müssen, daß nicht nur im ordentlichen Etat 1928, sondern mehr noch 1929, in diesem Jahre überdies auch im außerordentlichen Etat starke Ausgabeeinschränkungen stattgefunden haben; daß der Etatsentwurf der Reichsregierung für 1929 weiter ein Mehr von zirka 300 Millionen an neuen Steuern gefordert hatte (annähernd dem Betrag entsprechend, um den etwa nach neuester Schätzung die Steuereinnahmen hinter dem Voranschlag zurückbleiben werden), daß es aber der Reichstag war, der diese — von Reichbankseite leider damals nicht unterstützten — Vorschläge strich, indem er die Einnahmen zu hoch, die Ausgaben zu niedrig ansetzte, und daß nur die Rücksicht auf die prekäre allgemeinpolitische Lage, namentlich das Interesse der für den Young-Plan notwendigen Aufrechterhaltung der Koalitionsregierung es war, welche den Reichsfinanzminister auf jene Steuervermehrung verzichten ließ.

Wenn sodann das Memorandum weiter fortfährt, „es sei schon heute mit Sicherheit zu übersehen, daß die Einsparung aus dem Young-Plan nicht nur nicht zu einer Lastenverminderung führen, sondern nicht einmal zur Deckung der jetzt bereits übersehbaren Fehlbeträge ausreichen werde; über die Einsparung des Young-Planes sei längst verfügt, und die deutsche Wirtschaft stehe nicht vor einer Lastensenkung, sondern vor einer Lastenerhöhung“, so hat der Reichsbankpräsident zugleich zur Erhärtung der Richtigkeit dieser Behauptung Regierung und Reichstag gezwungen, sofort die Tabaksteuer und die Arbeitslosenversicherungsbeiträge zu erhöhen, sowie den laufenden Etat mit der Verpflichtung zu belasten, 450 Mill. kurzfristiger Kredite in halbjährigem Zeitraum aus laufenden Mitteln abzudecken, und hat dadurch allerdings Steuersenkungen vorläufig unmöglich gemacht.

Ob die Reichsregierung aber richtig handelte, indem sie diesem Verlangen stattgab, scheint mir keineswegs ausgemacht zu sein. Wie lag denn die Sache? Von dem Kassendefizit von 1700 Mill., das den Anstoß zu dem Schachtschen Vorgehen gab, gingen 900 Mill. den ordentlichen und 800 Mill. den außerordentlichen Etat an. Jene 900 Mill. setzten sich zusammen aus 150 Mill. Fehlbetrag für 1928 und 300 Mill. Fehlbetrag für 1929. Zu ihrer Deckung sollten nach dem Willen der Reichsregierung dienen und reichten aus die Ersparungen aus dem Young-Plan während der 2. Hälfte des Rechnungsjahres 1929. Die weiteren 450 den ordentlichen Etat angehenden Millionen waren nach den Erklärungen des Reichskanzlers im Reichstage nichts anderes als der jährlich wiederkehrende Ultimobedarf des Reiches und fanden — mangels genügender Betriebsfonds des Reiches — ihre gesetzlich zugelassene Deckung in den bekannten 400 Millionen bei der Reichsbank zu diskontierenden Schatzanweisungen und dem ihr von der Reichsbank bis zur Höhe von 100 Millionen zur Verfügung zu stellenden Betriebskredit (§ 25 a. a. O.). Was das dem außerordentlichen Etat entstammende Defizit in Höhe von 800 Mill. anbelangt, so war die Regierung auf Grund früherer Etatsermächtigungen hierfür zur Aufnahme langfristiger Anleihen berechtigt. Da sie diese Anleihen aber bislang weder im In- noch im Auslande aufnehmen konnte, hatte sie sich, um der Wirtschaft neue Steuerlasten zu ersparen, bislang mit kurzfristigen Krediten durchgeschlagen; erst neuerdings gelang es ihr, die Schwedische Kreuger-Anleihe (500 Mill.) zu erlangen, doch mußten bis zu deren Eingang im Laufe des nächsten Jahres entsprechende kurzfristige Darlehen, hauptsächlich bei der Reichsbahn und Reichspost, aufgenommen werden. Vor dem Kriege, wo Reichsbahn und Reichspost noch auf dem allgemeinen Etat standen, würde die Regierung hierzu ohne weiteres die flüssigen Mittel dieser Verwaltungen haben in Anspruch nehmen können. Wenn heute infolge deren Verselbständigung der Umweg über ein Darlehen genommen werden muß, so ändert dies an der Sache selbst im Grunde nichts. Den dem außerordentlichen Etat entstammenden restlichen Posten von rund 300 Mill. wollte die Regierung zunächst kurzfristig im Auslande borgen, um ihn im Spätherbst in eine langfristige Auslandsanleihe umzuwandeln, für deren Möglichkeit ihr offenbar genügende Garantien gegeben waren. Dabei hätte die Regierung den fiskalischen Vorteil gehabt, den Kredit billiger zu erhalten als im Inland und zugleich den volkswirtschaftlichen Vorteil, den stark beengten inneren Kapitalmarkt zu entlasten und die so dringliche Senkung des Diskonts zu beschleunigen. Angesichts der neuesten Verhandlungen hinsichtlich der Mobilisierung der Reparationsanleihe wäre diese Maßnahme, die durch das erwähnte Memorandum kurzerhand zerschlagen wurde, wohl besonders begrüßenswert gewesen.

Jedenfalls wüßte ich nicht, welche begründeten Einwendungen man vom finanzpolitischen und finanztheoretischen Standpunkte gegen das Vorhaben der Regierung erheben könnte. Daß eine schnelle Abdeckung kurzfristiger Kredite budgetentlastend wirkt, liegt natürlich auf der Hand. Ebenso klar ist, daß ein zu großes Maß kurzfristiger Kredite Gefahren für die Budgetlage in sich birgt. Wenn daher in der von der Generalversammlung des Centralverbands des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes am 12. Dezember 1929 gefaßten Resolution, in der Konsolidation oder Abdeckung (sc. aus laufenden Mitteln) der bestehenden schwebenden Schulden die vordringlichste Aufgabe im Interesse der deutschen Wirtschaft erblickt wird (vgl. Bank-Archiv 29 S. 121), so kann man dem nur beistimmen. Der springende Punkt liegt aber eben in der Frage: Konsolidierung oder Abdeckung? Der geplante Dillon-Read-Kredit war als Konsolidierung gedacht. Schwebende Schulden können aber auch z. B. durch 2-, 3-, 5jährige verzinsliche Schatzanweisungen ersetzt werden, die man nach Fristablauf entweder bei besserer Kassenlage zurückzahlt oder bei günstigerer Lage des Anlagemarktes ganz oder zum Teil in — innere oder auswärtige — langfristige Anleihen umwandelt[1]). Kurzfristige Kredite aber, soweit sie dem außerordentlichen Etat entstammen, aus laufenden Mitteln abdecken, heißt der ohnehin überlasteten Gegenwart immer neue Lasten zugunsten der Zukunft auferlegen. Um solches zu vermeiden, mit welch' enormen, in die Milliarden gehenden Summen schwebender Schulden haben sich die meisten Siegerstaaten jahrelang herumschleppen müssen und müssen dies zum Teil noch heute tun!

Die Entscheidung für den einen oder anderen dieser beiden Wege wird vor allem von der Beantwortung der Vorfrage abhängen, wie hoch und wie dringlich man das steuerliche Entlastungsbedürfnis der deutschen Privatwirtschaft einschätzt. Ist man der Meinung, die SOS-Rufe der Wirtschaft nach Steuersenkung seien übertrieben, glaubt man, daß schon die psychologische Wirkung der Rheinlandräumung, die aus der Annahme des Young-Plans folgende weitere Befriedung der Welt, die stattgehabten und noch zu erwartenden Zinssenkungen genügen, um unserer Wirtschaft neue Lebenskraft einzuhauchen, oder ist man der Meinung, daß für unsere Wirtschaft heute die Zufuhr langfristigen Kapitals im Wege der Ausgabe von Aktien, Obligationen, Pfandbriefen usw. noch vordringlicher sei als Steuerentlastungen (die Abdeckung kurzfristiger öffentlicher Kredite aus laufenden Steuererträgen würde natürlich den Anlagemarkt weitgehend entlasten), dann mag man immerhin die durch den neuen

[1]) Eine neue Form der Konsolidierung schwebender Schulden beabsichtigen bekanntlich die Städte in Form der Heranziehung von Spareinlagen der Sparkassen durchzuführen.

Plan freiwerdenden laufenden Mittel restlos zur schnellsten Abdeckung der kurzfristigen Kredite unserer öffentlichen Wirtschaften in Reich, Ländern und Gemeinden und zu deren budgetmäßiger Entlastung gutheißen. Hält man aber eine baldige namhafte Steuersenkung im Interesse der Kapitalbildung und der Konkurrenzfähigkeit unserer Wirtschaft, ohne die doch eine ausreichende Exportsteigerung und damit die Aufbringung der Reparationslasten aus Wirtschaftsüberschüssen nicht möglich ist, mit der Reichsregierung für unerläßlich, so war der von ihr bevorzugte Weg durchaus vertretbar.

Nur eine gründliche Prüfung dieser Vorfragen wird zu dem richtigen Wege führen, den die kommende Etatsaufstellung und Finanzreformvorlage zu gehen hat, und deshalb wird man heute nicht berechtigt sein, von vornherein zu erklären, daß jede Steuersenkung im kommenden Jahre ausgeschlossen sei.

Ebensowenig aber wird man die deutsche Finanzlage in einem so abfälligen Lichte zu sehen gezwungen sein, wie dies in dem gedachten Memorandum geschehen ist. Gewiß ist die augenblickliche Finanzlage des Reichs außerordentlich gespannt[2]), gewiß sind nicht nur im letzten, sondern auch in den früheren Jahren finanzpolitische Fehler begangen worden; wer aber die Sachen objektiv und vorurteilsfrei beurteilt, muß doch erkennen, daß die derzeitige außerordentliche Zuspitzung der Lage — ganz abgesehen von der bisherigen Fortzahlung der schweren Daweslasten —, eine ganz unmittelbare Folge der von vornherein nicht vorauszusehenden ungebührlich langen Hinausziehung der Youngplanverhandlungen, der dadurch herbeigeführten langdauernden fast völligen Absperrung Deutschlands von langfristigen Auslandskrediten, der mit der Unsicherheit der Lage, dem großen Kapitalmangel und hohen Bankdiskont zusammenhängenden Verschlechterung der Wirtschaftsverhältnisse, der dadurch bedingten Verminderung der Steuererträge und schließlich der großen, die Ziffern des Vorjahres noch übersteigenden Arbeitslosigkeit und Arbeitslosenversicherungskosten ist. Mit Besserung der allgemeinen Wirtschaftslage, die doch nunmehr zu erhoffen ist, zumal, wenn die kommende Finanzreform der Wirtschaft die Wege zu neuem Aufstieg ebnet, werden sich auch die Steuererträgnisse, selbst bei verminderten Steuersätzen, erhöhen und wird sich damit die Reichsfinanzlage wieder bessern. Von einer Reichsfinanzdämmerung, wie sie der Reichsbankpräsident an die Wand gemalt hat, oder gar von einem Finanzzusammenbruch, von dem man vielfach in der überhitzten Tagespresse lesen kann, ist jedenfalls nicht die Rede. Unsere Finanzen sind trotz allem innerlich gesund und eine verantwortungsbewußte Reichsfinanzverwaltung wird sicherlich in der Lage sein, der Schwierigkeiten in verhältnismäßig kurzer Zeit Herr zu werden.

II.

In bezug auf die soeben erwähnte Reichsfinanzreform äußert sich das Memorandum dahin, es müsse verlangt werden, daß sie, bevor der Young-Plan von ihr endgültig angenommen wird, Ordnung in den Haushalt von Reich, Ländern und Gemeinden bringt und die Zurückführung der Belastung des deutschen Volkes auf ein Maß vorsieht, das mit der Ertragsfähigkeit der deutschen Wirtschaft vereinbar ist.

Man versteht zunächst nicht recht, wie und wann eigentlich bei der zuvor in dem Memorandum geschilderten Finanzlage die vorgedachte Bedingung erfüllt und wann unter diesen Umständen mit einer Rheinlandräumung gerechnet werden soll. Es wäre aber überhaupt sehr bedauerlich, wenn das deutsche Volk nach Annahme des neuen Plans sich nicht stark genug fühlen sollte, die infolgedessen notwendig werdenden inneren Reformen — erforderlichenfalls unter Herbeiführung einer anderen Zusammensetzung seiner geordneten Vertretungskörper — zu erzwingen. Zum mindesten wird man sich mit der ziemlich allgemein gehaltenen Bindung hinsichtlich der Finanzreform, wie sie im Dezember vom Reichstag beschlossen wurde, begnügen müssen.

Die Ratifizierung vor Abschluß der Finanzreform darf freilich nicht bedeuten, daß diese Reform auch nur einen Tag länger als nötig hinausgeschoben werden dürfte. In diesem Zusammenhange bin ich genötigt, mit einigen Worten auf den am 1. Januar in diesem Blatte unter der Ueberschrift „1923 und 1930" erschienenen Artikel des früheren Reichskanzlers Dr. Luther zurückzukommen und mich mit einigen seiner Ausführungen auseinanderzusetzen, ohne im übrigen seinen wertvollen Gedankengängen und letzten Zielsetzungen zu nahe treten zu wollen. Nachdem Dr. Luther — offenbar in Anlehnung an die soeben erwähnten Vorgänge — die Frage aufgeworfen hat: „Wo ist eine Steuersenkung? Wo ist die Hoffnung auf eine baldige und gründliche Steuersenkung?" stellt er „den begeisterten Verfechtern des Gedankens, man solle nur an das Finanzielle denken", die Forderung gegenüber, man müsse zu den Wurzeln unserer Nöte vordringen und ein großes Reformwerk schaffen, das in einem für Jedermann erkennbaren Zusammenhange Finanz-, Wirtschafts-, Verwaltungs- und Reichsreform durchführt. Zur Begründung dieser Forderung vergleicht Dr. Luther die heutigen Verhältnisse mit denjenigen vom Herbst 1923 und meint, der Erfolg jener Reform sei darauf zurückzuführen, daß damals ein großer zusammenhängender Plan vorgelegen habe, während heute bisher nur Teilmaßnahmen geplant seien, worunter er nach dem ganzen Zusammenhang vor allem eine gesonderte Reichsfinanzreform verstanden wissen will. Wenn man indessen einmal z. B. die Erzbergersche Reform 1919/20 mit der Luther-Schachtschen Reform von 1923/24 vergleicht, so schlug die erstere Reform gerade deshalb fehl, weil Erzberger mit seiner Steuerreform zugleich die „Verreichlichung" eines der wichtigsten Hoheitsgebiete, der Zoll- und Steuerverwaltung verquickte, während der Erfolg der 1923/24er Reform gerade darin lag, daß sie sich lediglich die Währungssanierung zum Ziel setzte, diesem Ziel die Interessen der Einzelwirtschaften in drakonischster Weise unterordnete, die mittleren und kleinen Sparvermögen vernichtete, die Wirt-

[2]) Der Artikel wurde abgefaßt, bevor der neue Reichsfinanzminister Moldenhauer im Reichsausschuß über die infolge der ungünstigen Wirtschaftslage stattgehabte weitere Verschlechterung der Finanzlage berichtet hat. Doch dürfte diese Tatsache an den obigen grundsätzlichen Ausführungen nichts ändern.

schaft durch rohe, aber ertragreiche Steuern und unnachsichtige Kreditdrosselung aufs schwerste belastete, im übrigen z. B. die damals nicht weniger wie heute dringliche Verfassungs- und Verwaltungsreform gar nicht ins Auge faßte. Gerade die Einseitigkeit des damaligen Vorgehens also erleichterte und gewährleistete den Erfolg.

Auch heute wird man deshalb gut tun, die Reichsfinanzreform nicht mit anderen Reformen, insbesondere der Verwaltungs- und Reichsreform, zu verknüpfen, welche, wenn eine gegenseitige Berührung auch zweifelsohne besteht (man denke nur an den Finanzausgleich), doch wesentlich andere und viel schwieriger zu lösende Probleme stellt, und von der es überhaupt zweifelhaft ist, ob sie im Reichstage mit den gleichen Mehrheiten erfolgreich zu lösen ist, die für eine vernünftige und wirksame Finanzreform in Frage kommen. Die Einstellung Dr. Luthers steht in gewissem Zusammenhang mit seiner Behauptung, daß heute wie 1923 es sich in erster Linie um die Aufgabe der Budgetsanierung handelte. Dem vermag ich nicht beizutreten. 1923 lagen die Verhältnisse so, daß die öffentliche Wirtschaft, weil die privaten Wirtschaften ihr im Steuerwege nicht die nötige Kaufkraft zur Erfüllung ihrer Aufgaben zur Verfügung stellten, sich mit der inflatorischen Maßnahme des Notendrucks helfen mußte und dadurch immer tiefer in Schwierigkeiten geriet. Das Reformziel war, zwecks Budgets- und Währungssanierung aus den Privatwirtschaften, wenn auch unter furchtbarstem Druck, die nötige Kaufkraft zur Erfüllung der öffentlichen Aufgaben herauszupressen. Heute ist die Lage eine völlig entgegengesetzte. Heute nehmen die öffentlichen Wirtschaften einen viel zu großen Teil der von den Privatwirtschaften erzeugten Kaufkraft für sich in Anspruch und hindern damit die gesunde Fortentwicklung der letzteren. Heute handelt es sich daher weniger um eine Sanierung der öffentlichen, wie der privaten Wirtschaften in dem Sinne, daß ihnen die nötige Entlastung von öffentlichen Abgaben zuteil werden muß. Heute sind es die öffentlichen Wirtschaften, die den Privatwirtschaften ebenso schwere Opfer bringen müssen, wie dies 1923 umgekehrt der Fall war. Soweit sich gar die öffentlichen Finanzverwaltungen trotz der hohen Steuereinnahmen noch über Gebühr verschuldet haben, darf diese Schuldenregulierung nicht auf Kosten der Privatwirtschaften erfolgen, sondern muß mittels Durchführung strengster Sparmaßnahmen und schärfster Ausgabedrosselungen erreicht werden. Deshalb darf man auch die 700 Millionen Entlastung aus dem Young-Plan, die ohnedies nur knapp 5 pCt. der gesamten deutschen Steuerlast von ca. 15 Milliarden Mark ausmachen, den deutschen Privatwirtschaften nicht vorenthalten, sondern muß es als Hauptaufgabe der kommenden Finanzreform erblicken, durch Einschränkung des öffentlichen Bedarfs möglichst noch Steuerentlastungsmöglichkeiten über den Young-Plan hinaus zu gewinnen. Dieses Ziel ist so vordringlich, daß es m. E. unmöglich ist, seine Lösung mit dem schwierigen Verfassungs- und Verwaltungsproblem zu verquicken. Wenn sich bei der Durchführung des letzteren weitere Ersparnismöglichkeiten ergeben, mag das immerhin zu weiteren erwünschten Steuersenkungen führen. Indes pflegen sich die finanziellen Auswirkungen solcher Reformen meist noch weit länger hinauszuziehen als die Reformen selbst. Darauf kann die Wirtschaft heute jedenfalls nicht warten.

III.

Die Erkenntnis von der Notwendigkeit sparsamerer öffentlicher Verwaltung hat bekanntlich schon vor einer Reihe von Jahren zur Ernennung eines Reichssparkommissars geführt. Die Tätigkeit desselben verdient alle Anerkennung und hat ohne Zweifel in vieler Hinsicht Gutes gewirkt. Von der tiefschürfenden und gründlichen Arbeit dieser Behörde legen die neusten Spargutachten für den Thüringischen und Hessischen Staat beredtes Zeugnis ab. Aber die Natur der Sache bringt es mit sich, daß diese Arbeiten und ihre Erfolge nur langsam fortschreiten. Man braucht nur an den Sturm von Protesten zu denken, den das Thüringische Gutachten allerwärts hervorgerufen hat, um zu ermessen, wieviel Zeit, Verhandlungen und Schreibereien nötig sein werden, ehe das Gutachten praktische Gestalt gewinnen wird. Daran werden auch die geplanten Erweiterungen der Befugnisse des Sparkommissars kaum viel ändern können. Will man daher der Wirtschaft schnell und gründlich zu Hilfe kommen, so werden drastischere Maßregeln unerläßlich sein. Dr. Stolper macht den Vorschlag, die Reichsregierung für eine Reihe von Jahren auf ein festes Ausgabekontingent zu setzen, wobei ihm offenbar die Maßnahmen des Völkerbunds aus Anlaß der Gewährung von Stabilisierungsanleihen für Oesterreich, Ungarn, Bulgarien, Griechenland usw. vorschweben. Ich halte diesen Gedanken für durchaus erwägenswert, möchte ihn nur cum grano salis auch gegenüber Ländern und Gemeinden zur Anwendung gebracht wissen. Wenn man sparen will, so muß man vor allem sparen wollen. Und so glaube ich, daß, wenn man einer einzelnen Hoheitsverwaltung oder auch einer Gesamtregierung die strikte Weisung gibt, für einige Jahre mit einer gewissen vorgeschriebenen (evtl. prozentual langsam steigenden) Summe auszukommen, sie unter dem Zwange, dringlichste Aufgaben erfüllen und für diese die Ausgaben steigern zu müssen, mit einem Male eine ganze Reihe von Möglichkeiten aufdecken und durchführen wird, um an minder wichtigeren Posten entsprechende Einsparungen zu machen.

Dr. Luther kommt in seinen Ausführungen auch auf die altpreußische Sparsamkeit in der Zeit nach den Befreiungskriegen zu sprechen und hält eine solche heute nicht mehr für anwendbar, weil wir heute als Volk ohne Raum auf den Warenaustausch mit dem Auslande, auf ausländische Kredite und im Zusammenhang damit auf Steigerung der Lebensbedürfnisse der Bevölkerung angewiesen seien. Darin liegt gewiß ein Körnchen Wahrheit. Indes möchte ich glauben, daß das Wort von dem „Großhungern des alten Preußen" doch mehr auf die Sparsamkeit im öffentlichen Haushalte, als in den Privathaushalten gemünzt war. Vergegenwärtigt man sich einmal die Preußische Etatsentwicklung von 1820 bis 1866, so zeigt sich, daß der Zuschußbedarf zur allgemeinen Staatsverwaltung in diesen 45 Jahren nur von 150 auf 259 Millionen, d. h. um 109 Millionen, noch nicht einmal auf das Doppelte anstieg. Dabei entfiel auf den Zuschuß der Zivilstaatsverwaltung ein Zuwachs von 48 auf

84 Millionen, wovon auf die Zeit von 1849 bis 1866 nur 4 Millionen kamen. In diesen 17 Jahren blieb der Finanzbedarf für Handel — Gewerbe — Bau — Landwirtschaft — Unterrichts- und Kultusverwaltung fast ganz stationär[3]), und doch war der Preußische Staat befähigt, am Schluß jener Periode zum Gründer und Eckpfeiler des neuen Deutschen Reiches zu werden. Nun stellt die Gegenwart freilich und mit Recht an die öffentliche Wirtschaft weit höhere Anforderungen, als die erste Hälfte des vorigen Jahrhunderts. Vergegenwärtigt man sich aber, daß der Zivilaufwand des Deutschen Reiches (d. h. der Aufwand ohne Wehrmachtsausgaben, ohne äußere und innere Kriegslasten, wie Kriegspensionen usw.) in der Zeit von 1925 bis 1929, also unter dem Drucke stärkster Dawes-Lasten, von 1586 Millionen auf 2558 Millionen, der Zuschußbedarf von 1474 auf 2410 Millionen, also beide um je fast 1 Milliarde zunahmen (in Ländern und Gemeinden dürfte das Ausgabetempo kaum ein geringeres gewesen sein), so wird man doch sagen müssen, daß es weder der politischen, noch der wirtschaftlichen oder kulturellen Stellung Deutschlands in der Welt wesentlichen Abbruch tun würde, wenn unsere öffentlichen Wirtschaften einmal einige Jahre kürzer treten würden, auch wenn dabei die eine oder andere selbst wichtige kulturelle oder soziale Aufgabe zu kurz käme bzw. auf bessere Zeiten vertagt werden müßte.

Man wird mit einer gewissen Berechtigung demgegenüber einwenden können, daß die starken Ausgabesteigerungen der öffentlichen Wirtschaft, der Ausbau der Sozialversicherung, die Herstellung von Bauten aller Art, die starke Unterstützung wirtschaftlicher, kultureller, sozialer, sportlicher Zwecke aus öffentlichen Mitteln indirekt die Widerstandsfähigkeit unserer Privatwirtschaften in diesen schweren Zeiten in weitem Maße mit gestärkt hat. Alle menschlichen Maßnahmen weisen eben zugleich gute und minder gute Seiten auf. Sache richtiger Politik aber ist es, zu unter- und zu entscheiden, wo im gegebenen Augenblick die vordringlichsten Ziele liegen, wo der Hebel anzusetzen ist, um das Ganze vorwärts zu treiben. Wollen wir die durch den neuen Plan im Falle seiner Annahme uns auferlegten Verpflichtungen loyal zu erfüllen suchen und uns doch zugleich wirtschaftlich und politisch auf der Höhe halten, so scheint mir, muß das Losungswort für die nächsten Jahre in Deutschland klar und deutlich lauten: Die private Wirtschaft voran!

Lehren der amerikanischen Investmenttrust-Entwicklung.

Von Dr. **Theo Merten**,
Archivar des Bankhauses Hagen & Co., Berlin.

Die amerikanische Investmenttrust - Bewegung, die sich in den letzten Jahren so üppig entfaltete, hat eine bittere Ernüchterung erfahren. Im Jahre 1928 und vor allem im Jahre 1929 folgte eine Neugründung der anderen. Die Börsenhausse und die Hausse in Investmenttrusts regten sich wechselseitg an. Zahlenmäßig und an Kapitalkraft (ca. 10 Milliarden Mark) überflügelte die junge amerikanische Investmenttrust - Bewegung gar schnell diejenige Englands, welche auf eine Geschichte von Jahrzehnten zurückblickt und ein nur ganz allmähliches Wachsen zu verzeichnen hatte. Die inzwischen bekanntgewordenen Ergebnisse amerikanischer Trusts haben denen Recht gegeben, die angesichts der schnellen, gar überschnellen Ausdehnung der amerikanischen Investmenttrust - Bewegung zur Zurückhaltung mahnten. Unmittelbar mit dem Zusammenbruch der New Yorker Börsenhausse erlitten die Aktien vieler amerikanischer Investmenttrusts eine Kurseinbuße, wie man sie in solchem Ausmaß bei dieser Art von Gesellschaften, die auf sichere Anlagetätigkeit abzielen, kaum erwarten konnte, und wie sie in England, dem Mutterland der Investmenttrusts, niemals zu verzeichnen war. Der Kursrückgang der Investmenttrust-Aktien war im allgemeinen größer als die durchschnittliche Kurseinbuße der gesamten Aktienwerte. Die Aktien mancher Investmenttrusts verloren bis zur Hälfte oder gar zwei Drittel ihres Kursstandes. Ueberdies scheinen keineswegs bei diesen Kursverlusten grobe Uebertreibungen vorzuliegen, wie man nunmehr feststellen kann, nachdem nähere Einzelheiten und Jahresergebnisse verschiedener Trusts vorliegen. Einige kleinere Trusts sind zusammengebrochen oder mußten sich anlehnen, und die inzwischen bekanntgewordenen Bilanzen zeigen auch bei größeren Trusts solche Verluste, daß eine Dividende auf Stammaktien und sogar auf Vorzugsaktien nicht bezahlt werden konnte.

Gewiß ist es den amerikanischen Investmenttrusts zugute zu halten, daß sie noch keine wesentlichen Reserven hatten aufbauen können und daß der Kurssturz an der New Yorker Börse ungewöhnlich schnell und stark war. Gleichwohl überrascht das Ausmaß der entstandenen Verluste bei vielen Investmenttrusts. Es wäre aber völlig verfehlt, hierfür die Investmenttrust-Idee als solche verantwortlich zu machen und diese Art der Kapitalanlagegesellschaften in Mißkredit zu bringen. Eine nähere Prüfung zeigt vielmehr, daß die Mißerfolge mancher amerikanischer Trusts gerade darauf zurückzuführen sind, daß sie die Grundsätze solider Investmentpolitik völlig außer acht gelassen haben oder sich doch eine Reihe von Verstößen gegen dieselben zuschulden kommen ließen, wie es des Näheren nachzuweisen ist. In folgendem sei dieser Nachweis angetreten, der zu einer vollen Ehrenrettung des Investmenttrust-Gedankens führt und zugleich auch manche Lehren ziehen läßt für die vielleicht nicht mehr ferne Gründung deutscher Investmenttrusts.

Eine Definition des Investmenttrusts, die alle Arten von Kapitalanlagegesellschaften völlig erfaßte, ist kaum zu geben[1]). Während zwar die englischen Investmenttrusts eine weitgehende Gleichförmigkeit aufweisen, zeigt sich bei den amerikanischen Instituten große Mannigfaltigkeit in Organisation, Arbeitsweise und Kapitalisierung. Bestrebungen in Amerika, die Investmenttrusts besonderen Gesetzen zu unterwerfen, sind gerade daran gescheitert, daß es zu schwer war, eine allen Interessen und Möglichkeiten gerecht werdende Definition festzulegen, und man daher Einengung der freien Entwicklung und Vervollkommnung dieser Art von Gesellschaften befürchtete. Auch in England, wo die Investmenttrusts eine auf jahrzehntelange Erfahrung aufbauende, nahezu einheitliche Organisation angenommen haben, hat man von einer gesetzlichen Vorschrift für Investmenttrusts und damit von einer Abgrenzung des Begriffes abgesehen. Für die hier in Frage stehende Ueberprüfung der amerikanischen Investmenttrust - Entwicklung kann auch auf eine Definition überhaupt verzichtet werden. Es genügt, gemäß der geschichtlichen Entwicklung der englischen und älteren amerikanischen Investmenttrusts,

[3]) S. darüber Schwarz und Strutz, Staatshaushalt Bd. III S. 176 im Text und S. 41 der Anlagen.

[1]) Vgl. L. R. Robinson, Ph. D., „Investment Trust Organisation and Management", New York 1929.

die wichtigsten Grundprinzipien erprobter Investmentpolitik herauszugreifen[2]), und zu untersuchen, wie weit die Entwicklung der amerikanischen Trusts diesen Grundprinzipien gefolgt ist, bzw. inwiefern das Versagen amerikanischer Trusts auf eine Mißachtung dieser Grundprinzipien zurückzuführen ist. Dabei wird sich ergeben, daß eine Reihe der amerikanischen Gesellschaften — und besonders gerade die führenden, meist älteren Trusts — sich in ihrer Organisation eng an das Vorbild der englischen und schottischen Institute angelehnt haben und gerade deswegen die Feuerprobe des vorigen Jahres völlig unerschüttert überstanden haben.

1. Sicherheit der Anlagen und Risikoverteilung durch Streuung der Mittel auf: a) verschiedene Länder, b) Wertpapierkategorien, c) Industriezweige.

a) Während die soliden Investmenttrusts ihre Gelder auf eine große Anzahl von Ländern zu verteilen pflegen und oft sogar in ihren Statuten derartige Vorschriften niedergelegt sind, haben sich manche amerikanische Trusts auf Grund der „prosperity" des Landes verleiten lassen, sich fast ausschließlich in einheimischen Werten zu interessieren und damit ein einseitiges Risiko einzugehen, das sich mit dem Zusammenbruch der New Yorker Börsenbewegung als sehr verhängnisvoll erwies. Im Gegensatz hierzu weist die American Founders Corporation, die größte amerikanische Investmenttrust-Gruppe, ungefähr die Hälfte ihrer Aktiven als in Auslandswerten investiert aus und konnte für das Jahr 1929 ein sehr günstiges Ergebnis erzielen. Ebenso konnte auch die der Dillon, Read & Co. nahestehende United States and Foreign Securities Corporation, die gleichfalls eine internationale Streuung ihrer Anlagemittel vornahm, das Jahr 1929 mit einem Rekordergebnis abschließen.

b) Das Risiko einseitiger Interessennahme in Amerika erhöhte sich für viele amerikanische Trusts insofern, als sie, angeregt durch die Aktienhausse, fast nur Aktien, und zwar Stammaktien erwarben, während sonst eine weitgehende Verteilung der Mittel auf Stamm-, Vorzugsaktien und festverzinsliche Werte die Regel ist, wobei auf die letzteren, weniger im Kurse schwankenden Gruppen häufig mehr als 50 pCt. aller Anlagen entfallen. Dr. Max Winkler, ein bekannter amerikanischer Sachverständiger, hat errechnet, daß von 2300 Millionen Dollar Kapitalzuwachs der amerikanischen Investmenttrusts im Jahre 1929 nur 56 Millionen Dollar, d. h. nicht ganz 2,5 pCt., in ausländischen Werten, der bei weitem überwiegende Teil in Amerika selbst investiert worden ist. Daß diese Mittel fast ausschließlich dem haussierenden Aktienmarkt zuflossen, wird schon dadurch belegt, daß während dieser Zeit der amerikanische Bondmarkt ausgesprochen vernachlässigt lag. Dementsprechend war das Risiko, von dem Aktienkurssturz erfaßt zu werden, ein sehr hohes, und verschiedene amerikanische Investmenttrusts haben auf ihren Effektenbeständen Verluste von 15 bis 20 pCt. gegenüber den Einstandskursen erlitten, wie es inzwischen bekanntgewordene Abschlüsse für 1929 erkennen lassen. Bei einer gemischten Anlage in Aktien und Bonds hätten die letzteren, die gleich nach dem Kurssturz der Aktien eine Erholung erfuhren, einen wesentlichen Ausgleich bilden können.

c) Zum Teil scheinen die Verluste amerikanischer Investmenttrusts dadurch verstärkt worden zu sein, daß die Trusts sich zu sehr auf Wohl und Wehe mit einem bestimmten Industriezweig verbunden hatten, indem sie fast ausschließlich Wertpapiere dieser Marktgruppe erwarben. Auf diese Weise verlor ein amerikanischer Flugzeugtrust die Hälfte seines Aktienkapitals. Auf der anderen Seite pflegen die alten Investmenttrusts eine häufig in den Statuten festgelegte Risikoverteilung derart, daß nur ein gewisser Prozentsatz der gesamten Mittel in einem und demselben Industriezweig angelegt werden darf. Gleichwohl vermögen sogenannte Branchentrusts gute Ergebnisse zu erzielen, wenn neben Aktien auch Bonds und Vorzugsaktien zur Anlage gewählt werden und es sich um konsolidierte, nur geringen Konjunkturschwankungen unterworfene Industriegruppen handelt. Wenn dagegen noch junge, unentwickelte Industrien in Frage stehen, ist die Gefahr von Rückschlägen und daher das Anlagerisiko entsprechend groß.

2. Grundlage der Gewinnrechnung.

Die Kalkulation der Gewinnrechnung von Investmenttrusts basiert auf den laufenden Einnahmen aus Zinsen und Dividenden und weniger auf einmaligen Kursgewinnen, welcher Grundsatz ebenfalls von einer Reihe von amerikanischen Trusts nicht genügend eingehalten wurde. Mit der einseitigen Bevorzugung von Aktien seitens der letzteren erwies es sich sehr bald, daß auf Grund der hohen Kursbasis diese Aktien keine hinreichend hohe Effektivverzinsung brachten, um nur auf Grund dieser Rente eine hinreichende Trustdividende ausschütten zu können. Diese Trusts griffen daher auf die schnell erzielten Kursgewinne zurück, um die Dividende zahlen zu können. Allerdings vermochte ein großer amerikanischer Investmenttrust, der bewußt diese Politik verfolgte, ein überaus günstiges Ergebnis zu erzielen, welches laut Geschäftsbericht zu ca. 90 pCt. auf Gewinne aus Effektengeschäften zurückzuführen war. Manche anderen Trusts ähnlichen Charakters scheinen jedoch nicht über eine gleich tüchtige oder glückliche Leitung verfügt zu haben und erlitten entsprechend große Verluste. Mit der Verleugnung einer vorsichtigen, auf lange Sicht abgestellten Anlagepolitik und mit der Pflege kurzfristiger Geschäfte nehmen solche Trusts den Charakter von Spekulationsgesellschaften an und können nicht mehr als Investmenttrusts im eigentlichen Sinne bezeichnet werden. Wenn verlautete, daß nach dem Börsenumschwung in New York einige Trusts die Abwärtsbewegung der Kurse durch Leerverkäufe ausgenutzt haben, so sei ausdrücklich darauf hingewiesen, daß solide Investmenttrusts derartige Geschäfte nicht pflegen und sogar dahingehende Bestimmungen in ihre Statuten aufgenommen haben.

3. Dividendenpolitik.

Das Ziel der Investmenttrusts ist auf eine günstige laufende Verzinsung des Aktionärkapitals gerichtet. Mit diesem Grundsatz stand die vornehmlich auf Kursgewinne abgestellte Politik mancher amerikanischer Trusts nicht in Einklang, welche Art der Betätigung vielmehr zu schwankenden Erträgen und Dividenden führen mußte. So vermochten einige Trusts während der Aktienhausse zunächst hohe Dividenden bis zu 40 pCt. und gar 100 pCt. auszuschütten, um sie aber nachher zu ermäßigen oder völlig ausfallen zu lassen. Demgegenüber weisen solide Investmenttrusts eine stetige Dividendenpolitik auf. Die sogenannten Fixed Trusts stützen sich dabei grundsätzlich nur auf unveränderlich ausgewählte Effektenbestände. Die sogenannten Management Trusts, denen die größere Bedeutung zukommt, sind dagegen berechtigt, von Fall zu Fall Effekten zu tauschen oder zu verkaufen, ohne jedoch den Effektenhandel, vor allem kurzfristiger Natur, zum Grundsatz zu machen. Die sich ergebenden Kursgewinne werden dementsprechend nicht zur Zahlung laufender Dividenden verwandt, sondern regelmäßig den Reserven zugewiesen. Einige Trusts pflegen einen Teil dieser Reserven, wenn sie einen bestimmten Umfang überschritten haben, von Fall zu Fall in Form einer Zusatzvergütung über die stabile Dividende hinaus zu verteilen. Andere Trusts wiederum lassen diese Reserven grundsätzlich unangetastet. Da die wachsenden Reserven in diesem Falle jedoch nach und nach zu steigenden Erträgen führen,

[2]) Vgl. Dr. Georg Eberstadt, Investment-Trusts im Ausland und in Deutschland, Manuskriptdruck eines Vortrages.

weisen diese Gesellschaften ganz allmählich anwachsende Dividendenausschüttungen auf.

Die Vernachlässigung der erprobten Grundprinzipien des Investmenttrust-Wesens seitens vieler amerikanischer Trusts sind erst nach dem Kurszusammenbruch offenbar geworden, nachdem man zuvor nur auf Vermutungen hinsichtlich ihrer Investierungspolitik angewiesen war[3]). Viele amerikanische Trusts pflegten als Zweck nur den Kauf und Verkauf von Effekten und damit zusammenhängende Geschäfte anzugeben, ohne des Näheren in den Statuten die Art und Ziele ihrer Arbeitsweise abzugrenzen. Auch hierin unterscheiden sich die alten Investmenttrusts in vorbildlicher Weise, indem sie eine ausführliche Publizität pflegen. Die Statuten geben einerseits eine genaue Umgrenzung der verfolgten Anlagepolitik. Andererseits unterrichten die Geschäftsberichte oft unter lückenloser Aufführung der Effektenbestände über die vorgenommene Streuung der Anlagemittel. Wenn auch gute Statuten selbstverständlich eine tüchtige Leitung nicht entbehrlich machen, so vermögen sie doch im Rahmen der freiwillig eingegangenen Bindungen einen Schutz vor Risiken zu bieten und vor allem der Oeffentlichkeit gegenüber eine gute Vertrauensgrundlage zu liefern.

Die Ueberprüfung der amerikanischen Investmenttrust-Entwicklung führt zu der auch für Deutschland gültigen Schlußfolgerung, daß die langbewährten Grundsätze der alten englischen Trusts die beste Grundlage für ein gedeihliches Wirken bilden, daß dagegen das Beschreiten neuer Wege besonders für jüngere, noch nicht über Reserven verfügende Trusts leicht größere Risiken im Gefolge hat. Die von den alten Gesellschaften gepflegte Anlagepolitik ist das Ergebnis langjähriger Erfahrungen und hat auch selbst den Weltkrieg und die Inflationsperiode gut überstanden. Auf Grund der besonders vorsichtigen Arbeitsweise der Trusts erwiesen sich deren Aktien für den Kapitalisten als durchweg einträglicher als sonstige anerkannt sicheren Wertpapiere. Ebenso sind, wie schon eingangs erwähnt, auch die soliden amerikanischen Institute aus dem fast beispiellosen Kurzsturz, den die New Yorker Börse im Vorjahr erlitt, ohne Schaden hervorgegangen.

Aus der Praxis des Effektengiroverkehrs.

Von Rechtsanwalt Dr. **Georg Opitz**, Berlin.

Eine Bankfirma hat die Zahlungen eingestellt. Zu der Eröffnung eines Vergleichs- oder Konkursverfahrens ist es noch nicht gekommen. Ein Treuhänder ist damit beauftragt, die Lage der Firma festzustellen, ihre Angelegenheiten zu ordnen und Depotkunden, die ihr Eigentum an den Papieren geltend machen, zu befriedigen, soweit deren Aussonderungsrecht außer Zweifel stehen würde.

Die Bankfirma hat früher einen Posten Wertpapiere einer bestimmten Gattung von einem Depotkunden zur Verwahrung entgegengenommen. Sie hat die Papiere bei einer Effektengirobank zur Sammelverwahrung hinterlegt, obwohl der Depotkunde eine Ermächtigung hierzu nicht gegeben hat. Der Depotkunde ist von der Bankfirma auf Depotschuldkonto (Stückekonto) erkannt worden, obwohl auch hierzu eine Ermächtigung gemäß § 2 DepG. nicht vorlag. Das entsprechende Effektengiroguthaben ist unversehrt und unbelastet vorhanden.

Der Treuhänder sieht sich vor die Entscheidung gestellt, ob er die von der Effektengirobank bereitgestellten Stücke an den Depotkunden aushändigen darf, oder ob ihn die Verpflichtung, die Interessen aller Gläubiger in gleicher Weise wahrzunehmen, daran hindert.

Die Entscheidung zu Gunsten des Depotkunden würde sich aus § 7a DepG. ergeben, wenn es sich um vollbezahlte Wertpapiere handelte, die die Bankfirma für ihn als Kommissionär angeschafft hätte. Dieser Tatbestand ist aber nicht gegeben. Die Wertpapiere sind von dem Depotkunden zur Verwahrung hinterlegt worden.

Gleichwohl muß die Entscheidung zu Gunsten des Depotkunden ausfallen. Ein anderes Ergebnis wäre unverträglich mit der Verkehrsauffassung, wie sie sich nach der erfolgreichen Durchführung des erweiterten Effektengiroverkehrs unter Billigung der herrschenden Meinung im Schrifttum gebildet hat. Nachdem die Einbringung von Wertpapieren der Bankkundschaft in die Sammeldepots der Effektengirobanken etwas Gewöhnliches und Alltägliches geworden und man darüber einig ist, daß es bei der Verwahrung bleiben und nur die Art der Verwahrung wechseln solle, und daß das Eigentum des Depotkunden entsprechend der Eigenart der neugewählten Verwahrungsart in Gestalt des Miteigentums am Sammeldepot erhalten bleibt, wird man die gleiche eigentumserhaltende Kraft jeder Einbringung von Kundeneffekten in ein Sammeldepot zuzusprechen haben und keinesfalls denjenigen Depotkunden, der zu dieser Einbringung keine Ermächtigung erteilt hat, schlechter stellen dürfen, als den Kunden, der diese Ermächtigung in der üblichen Form gegeben hat!

Diese für den Verkehrsgebrauch allein mögliche Auffassung braucht nicht einmal von einer weitherzigen Auslegung der gesetzlichen Vorschriften getragen zu werden, wie sie durch die wirtschaftlichen Bedürfnisse der nach Vereinfachung und Verbilligung der technischen Mittel strebenden Zeit gerechtfertigt ist, sie erscheint auch bei strenger Anwendung des Gesetzes gerechtfertigt.

Die Buchung der zur Verwahrung eingelieferten Wertpapiere auf Depotschuldkonto (Stückekonto) bei der Bankfirma ist hier ohne Bedeutung für den dinglichen Bestand, also für die Eigentumsverhältnisse, da der Depotkunde eine Ermächtigung gemäß § 2 des DepG. nicht erteilt hat. Es fehlt auch die für die Ueberleitung des Eigentums notwendige Einigung. An diesem Ergebnis würde sich auch dann nichts ändern, wenn dem Einlieferer der Wertpapiere diese Buchung mitgeteilt worden ist, und wenn er diese Mitteilung stillschweigend hingenommen hat. Sein Einverständnis zu einer Eigentumsaufgabe würde sich schon nach den Grundsätzen des allgemeinen bürgerlichen Rechts schwerlich begründen lassen, auf alle Fälle scheitert die Begründung aber an der fehlenden Innehaltung der depotrechtlichen strengen Schutzform, die für die genannte Ermächtigung vorgesehen ist. Man kann also den Fall so betrachten, als habe die Gutschrift auf dem Depotschuldkonto (Stückekonto) bei der Bankfirma überhaupt nicht stattgefunden.

Hätte die Einlieferung der Wertpapiere zum Sammeldepot bei der Effektengirobank nicht stattgefunden, so könnte der Depotkunde das Eigentum an den von ihm zur Bankfirma gebrachten Wertpapieren verfolgen und die Aussonderung dieser Papiere auch im Konkursfalle ohne weiteres beanspruchen. Durch die Einlieferung der Papiere zum Sammeldepot bei der Effektengirobank ist aber das Sondereigentum an diesen Wertpapieren für den Depotkunden nicht mehr verfolgbar. Die Wertpapiere sind Gemeingut aller an dem betreffenden Sammeldepot Beteiligten geworden. Es fragt sich nun, ist die Bankfirma oder deren Depotkunde Mit-

[3]) Besonders die Art der Kapitalisierung und Finanzierung mancher Trusts, vor allem die Schaffung von besonderen Common Shares gegen ganz geringfügige Einzahlungen und die Gratis-Ueberlassung solcher Shares an die Gründer gab von vornherein zu einer kritischen Haltung Anlaß. Vgl. Dr. Georg Eberstadt a. a. O.

eigentümer der im Girosammeldepot liegenden Wertpapiere? Bei oberflächlicher Betrachtung könnte es den Anschein erwecken, als ob die Bankfirma Miteigentum erworben hat; denn das ganze Einlieferungsgeschäft und das anschließende Sammelverwahrungsgeschäft mit seinen Buchungen ist eine Angelegenheit zwischen der Bankfirma und der Effektengirobank, bei der die Bankfirma als Girokunde angeschlossen ist. Der Depotkunde der Bankfirma tritt hierbei nicht in Erscheinung; die Effektengirobank hat nur ihren Girokunden als Vertragsgegner, und sie weiß nicht, ob der Girokunde für sich oder für einen Depotkunden handelt. Es wäre aber falsch, aus diesem Sachverhalt zu schließen, daß in allen Fällen zunächst der Effektengirokunde als Sammeldepotmiteigentümer anzusprechen sei, und daß der Depotkunde des Effektengirokunden Miteigentumsrechte für seine Person erst dann geltend machen könne, wenn ihm die Eigentumsrechte vom Effektengirokunden weiter übertragen worden seien. Auf diesem Wege vollzieht sich der Eigentumserwerb beim eigentlichen Effektengirogeschäft, das durch roten Scheck vermittelt wird, also bei der Ueberweisung, nicht aber beim Einlieferungsgeschäft, wie es hier zur Erörterung steht.

Die Einlieferung von Wertpapieren zum Girosammeldepot hat zur Folge, daß das Eigentum an bestimmten Wertpapierstücken durch Miteigentumsanteile am Gesamtsammeldepotbestand der betreffenden Gattung ersetzt wird. Im Schrifttum wird diese Wandlung von Eigentum in Miteigentum von den einen auf Vermengung, von den anderen auf Vertrag zurückgeführt. Man kann also von der einen Lehre ausgehen und die andere in Ersatzstellung halten (vgl. Bank-Archiv XXVII, 197).

Geht man mit dem Reichsgericht[1]) von der Vermengung aus, so kommt man ohne weiteres zu dem Ergebnis, daß der Depotkunde der Bankfirma an Stelle des Eigentums an den von ihm der Bankfirma übergebenen Wertpapieren Girosammeldepotanteile erworben hat, denn die gesetzliche Regelung (§§ 948, 947 BGB.) geht dahin, daß die bisherigen Eigentümer Miteigentümer der vermengten Sache werden. Der Wille der Bankfirma — wenn man ihn so unterstellen wollte —, für sich selbst Miteigentum zu erwerben, wäre bedeutungslos, da die dinglichen Wirkungen der Vermengung unabhängig vom Willen und sogar gegen ihn eintreten (RG. 94, 129). Abweichende Abreden können nur wirksam werden, wenn die sachenrechtlichen Formen ihrer Durchführung erfüllt sind (KRGR. Anm. 3 zu § 947 BGB.). Der Gedanke an eine abweichende Abrede darf hier nicht aufkommen, weil, wie bereits ausgeführt worden ist, eine Ermächtigung gemäß § 2 DepG. nicht erteilt ist, und der Wille des Depotkunden zur Aufgabe von Eigentum fehlt. Der Tatbestand RG. 52, 204—205 ist also nicht gegeben.

Zu dem gleichen für den Depotkunden günstigen Ergebnis gelangt man aber auch, wenn man die Vertragslehre zu Grunde legt. Die Verfechter dieser Lehre gehen davon aus, daß vom Zeitpunkt der Einlieferung ab den Eigentümern der eingelieferten Wertpapiere — also nicht dem zum Sammeldepot einliefernden Effektengirokunden — Miteigentumsanteile zustehen. Um dieses Ergebnis gegen alle Angriffe sicherzustellen, ist eine entsprechende Vertragsabrede in die Geschäftsordnung jeder Effektengirobank aufgenommen worden. So lautet z. B. § 7 der „Geschäfts-Ordnung für das Effekten-Giro-Depot der Bank des Berliner Kassen-Vereins, 8. Ausgabe 1928" (eine gleiche Bestimmung weist jede andere Effektengirobank auf) wie folgt:

„(1) Die Bank des Berliner Kassen-Vereins verwahrt die hinterlegten Wertpapiere für die Hinterleger nicht gesondert, sondern nach Gattungen gesammelt; sie ist ermächtigt, anstelle der hinterlegten Wertpapiere gleichartige zurückzugewähren; der Einlieferer begibt sich also des Rechts, bestimmte Nummern oder Abschnitte zurückzuverlangen. Es ist vereinbart, daß von dem Zeitpunkte der Einlieferung ab den Eigentümern der eingelieferten Wertpapiere an den einzelnen Stücken der betreffenden Gattung Miteigentum nach Bruchteilen im Verhältnis der eingelieferten Einheiten zum jeweiligen Gesamtbestande zusteht (Sammeldepot).

(2) Die Bank des Berliner Kassen-Vereins ist mangels anderer Weisung nicht berechtigt, über die sammelverwahrten Wertpapiere zu verfügen. Sie behandelt die hinterlegten Wertpapiere, als wenn ihr von dem Kontoinhaber eine Mitteilung gemäß § 8 Abs. 1 des Bankdepotgesetzes gemacht worden wäre."

Diese Bestimmung ist Bestandteil des zwischen der Effektengirobank und ihrem Effekten-Girokunden geschlossenen Sammelverwahrungsvertrages. Hat nun — wie im vorliegenden Fall die Bankfirma — der Effektengirokunde seiner Effektengirobank nach deren Geschäfts-Ordnung Wertpapiere zur Sammelverwahrung eingereicht, so sind sich beide Vertragsteile darüber einig, daß der bisherige Eigentümer der eingelieferten Wertpapiere an Stelle dieses Eigentums Miteigentumsanteile an dem betreffenden Gesamtsammeldepot erwerben soll. Von einer Einigung über den Erwerb von Miteigentumsanteilen zu Gunsten der Person des Effektengirokunden kann bei dieser Sachlage nicht die Rede sein. Fehlt es aber an dieser Einigung, so kann der Effektengirokunde, im vorliegenden Fall also die Bankfirma des begehrenden Depotkunden, Eigentumsrechte für sich nicht geltend machen, und im Falle eines Konkurses der Bankfirma gehören die Sammeldepotanteile sicherlich nicht zur Masse. Wem stehen die Girosammeldepotanteile zu? Die Effektengirobank ist nach der genannten Geschäftsbestimmung vom Eigentum ausgeschlossen. Die Sammeldepotteilhaber sind auf den ihnen zukommenden Anteil beschränkt. Herrenlosigkeit kommt nicht in Frage, da die Absicht des Depotkunden, auf Eigentum zu verzichten (§ 959 BGB.), fehlt. Es bleibt also nichts anderes übrig, als den Eigentümer der bei der Firma eingelieferten Wertpapiere als Anteilseigner am Girosammeldepot anzusprechen.

Wie hat man sich — von der Vertragslehre ausgehend — die Ueberleitung des Eigentums (Miteigentums) auf den Depotkunden zu denken? Die Einigung ergibt sich aus der Anwendung der genannten Geschäftsordnungsbestimmung der Effektengirobank ohne weiteres. Aber auch die Uebertragung des Besitzes (Mitbesitzes) ist festzustellen. Der Mitbesitz am Girosammeldepot ist durch die Bankfirma als Effektengirokundin dem Depotkunden vermittelt auf dem Wege über §§ 868, 181 BGB. Voraussetzung ist das Bestehen eines Sammelverwahrungsvertragsverhältnisses zwischen der Bankfirma und ihrem Depotkunden. Wenn auch eine Ermächtigung des Depotkunden zur Girosammelverwahrung nicht vorliegt, so kann doch das Bestehen eines Sonderverwahrungsvertrages nicht abgeleugnet werden, denn die Wertpapiere sind seinerzeit zur Verwahrung eingeliefert und entgegengenommen worden. Ein die

---

[1]) Schon unter der Herrschaft des früheren Rechts RG 21, 34—38, unter dem geltenden Recht LZ. 28, 626 und I 347/1928, Entscheidung vom 20. 4. 1929, in deren Begründung es heißt: „Im Gegensatz dazu" (zum Stückekonto) „geht beim Sammeldepot das Eigentum an den eingebrachten Papieren nicht auf den Pfandnehmer über, sondern die Einlieferer bleiben in ihrer Gesamtheit Eigentümer, sie erwerben an den einzelnen von ihnen eingelieferten vermischten gleichartigen Effekten Miteigentum."

Verwahrung ablehnender Wille der Bankfirma ist aus der Gutschrift auf Depotschuldkonto (Stückekonto) nicht zu entnehmen, denn auch wenn diese Gutschrift durch eine ordnungsmäßige Ermächtigung gebilligt wäre, würde Verwahrung vorliegen (vgl. Riesser-Bernstein, DepG. S. 100; Staub-Koenige, HGB. Anm. 42 zu Anhang zu § 424; RG. 52, 204; RG. 58, 290). Die Bankfirma hat nur, und zwar eigenmächtig, die Verwahrungsart geändert. Sie hat die Wertpapiere zur unmittelbaren Verwahrung an die Effektengirobank weitergegeben, während sie selbst mittelbare Verwahrerin geblieben ist, und sie hat ferner mit der unmittelbaren Verwahrerin die Sammelverwahrung vereinbart. Das hatte zur Folge, daß sie den unmittelbaren Besitz an den Wertpapieren aufgegeben und statt dessen den mittelbaren Mitbesitz am Girosammeldepot erlangt hat. Es spricht nichts dafür, daß sie diesen Mitbesitz für ihre eigene Person oder für einen anderen als den Depotkunden auszuüben gewillt war, dagegen spricht das mit dem Depotkunden eingegangene Verwahrungsvertragsverhältnis im Zusammenhang mit der Einigungsabrede nach der genannten Geschäftsordnungsbestimmung der Effektengirobank zwingend dafür, daß die Bankfirma nach wie vor Besitzmittlerin bleiben wollte, nur mit dem durch die gewählte neue Depotart bedingten Unterschied, daß sie fortan nicht den unmittelbaren Besitz an den Wertpapierstücken des Depotkunden, sondern den mittelbaren Mitbesitz am Girosammeldepot dem Depotkunden vermittelte. Die besitzvermittelnde Brücke stellt dabei der Sammelverwahrungsvertrag dar, den die Bankfirma mit sich selbst als Vertreterin ihres Depotkunden schloß. Den Abschluß dieses Vertrages muß man annehmen, da nichts darauf schließen läßt, daß die Bankfirma das Verwahrungsverhältnis schlechthin aufgeben wollte. Soweit sie bei der Abänderung der Verwahrungsart als Nichtberechtigte gehandelt hat (§ 185 BGB.), ist die Genehmigung des Depotkunden aus seinem Auslieferungsbegehren zu entnehmen. Die strenge Form des § 2 DepG. braucht nicht gewahrt zu werden, da es sich hierbei um eine Bestimmung handelt, die lediglich den Schutz des Depotkunden bezweckt. Soweit dies zweifelhaft erscheinen sollte, könnte die Genehmigung zur Girosammelverwahrung auch jetzt noch in der Form des § 2 DepG. nachgeholt werden. Auch eine etwa inzwischen erfolgte Konkurseröffnung würde daran nichts ändern, da die Bankfirma nicht über eigene Vermögenswerte verfügt hat.

Man kommt also auch unter Anwendung der Vertragslehre zu dem Ergebnis, daß die betreffenden — aus Einlieferung herrührenden — Sammeldepotanteile, die von der Effektengirobank der Bankfirma gutgeschrieben wurden, ihrem Depotkunden zustehen, obwohl sie bei der Bankfirma nicht zu Gunsten des Depotkunden als Sammeldepotanteile verbucht sind.

An dem Ergebnis würde sich auch nichts ändern, wenn zwischen der Bankfirma und der Effektengirobank etwa noch ein Zentralbankier eingeschaltet wäre.

Die Nominalverzinsung der Pfandbriefe.

Von Dr. **Ernst Lehmann-Bach**, Berlin.

In den letzten Wochen ist über die Höhe der Nominalverzinsung von Pfandbriefen und verwandten Emissionswerten eine zum Teil recht lebhafte Diskussion geführt worden. Es dürfte zweckmäßig sein, in rein sachlicher Ueberlegung festzustellen, welche Faktoren für den Zinsfuß festverzinslicher Papiere maßgebend und von den Emissionshäusern in erster Linie zu berücksichtigen sind.

Es ist selbstverständlich, daß ganz allgemein die Nettoverzinsung festverzinslicher Papiere der Situation am Kapitalmarkt entsprechen muß, keineswegs aber eindeutig, ob die Disagio-Emission eines niedrig verzinslichen Typs auf die Dauer der Pari-Emission eines hochverzinslichen Papiers vorzuziehen ist oder umgekehrt.

Die zweite Frage, die einer Klärung bedarf, ist, inwieweit die Anpassung der Nettoverzinsung festverzinslicher Papiere an die Zinsschwankungen des Kapitalmarktes in der Erhöhung oder Senkung der Nominalverzinsung neuer Serien oder in den Börsenkursen allein ihren Ausdruck finden soll. Die Notwendigkeit, diese Frage zu klären, ergibt sich erstens aus der Tatsache, daß Hypotheken-Pfandbriefe nach der Inflation wieder zu einem der beliebtesten Spar- und Anlagewerte in Deutschland geworden sind, infolgedessen von der zukünftigen Emissionspolitik der Pfandbriefinstitute die Bewertung enormer Sparanlagen bis zu einem gewissen Grade abhängig ist und damit diese Politik die Spar- und Anlagemethode weiter Kreise des Publikums für viele Jahre entscheidend beeinflussen kann; zweitens ist die Notwendigkeit der Klärung gegeben durch die Bedeutung, die man insbesondere dem Realkredit in den nächsten Jahren für den Aufbau der deutschen Wirtschaft zuzuschreiben geneigt ist.

Die Frage, Disagio- oder Pari-Emission, werden wir von verschiedenen Seiten zu klären haben, nämlich die Vor- und Nachteile, die sich aus der einen oder anderen Form für den Gläubiger, d. h. Zeichner des Papiers, zweitens für den Schuldner, d. h. hauptsächlich für den Hypothekenschuldner, und drittens für das vermittelnde, das Kapital gewissermaßen nur zur Wiederverteilung sammelnde Institut ergeben. Schon hier muß gesagt werden, daß diese theoretisch richtige Teilung in bezug auf die Emissionsinstitute durch die Praxis etwas modifiziert wird. Theoretisch steht das Institut — für unsere Untersuchung genügt ein für allemal die Hypothekenbank als Beispiel — zwischen Pfandbriefgläubiger und Hypothekenschuldner, ohne irgendein besonderes nach der einen oder anderen Seite neigendes Interesse an der Höhe des Nominalzinssatzes zu haben, nur allein bestrebt, den Umsatz zu steigern. Zinsdifferenz und einmalige Provision beim Abschluß von Aktiv- und Passivgeschäft bilden zwar genau so wie früher die Einnahmequelle der Hypothekenbanken. Die Intensität der Bankpolitik ist aber heute weit mehr beim Pfandbrief-Emissionsgeschäft als bei der Kredithergabe zu finden. Der Grund dafür ist einleuchtend genug. Der nach der Inflation einsetzende Realkreditbedarf für Altbauten und der Bedarf für Neubaufinanzierungen bedeutet für das Aktivgeschäft der Hypothekenbanken eine ungewöhnliche Erleichterung; eine Steigerung des Umsatzes wird in dieser Richtung wenig hemmende Faktoren finden. Die Schwierigkeiten der Kapitalbeschaffung sind dagegen ganz außerordentlich gestiegen, und so hat das Emissionsgeschäft für die Entwicklung des Realkredites in Deutschland an Bedeutung die Bankpolitik im Aktivgeschäft weit überflügelt. Daraus folgt, daß für die das Kapital gleichsam nur vermittelnden Hypothekenbanken auch die Frage Disagio- oder Pari-Emission weit mehr unter dem Gesichtspunkt der Kapitalbeschaffung als vom Standpunkt des Hypothekenschuldners geprüft werden muß.

Es könnte hier zunächst der Einwand gemacht werden, daß die Bedeutung der Alternative Disagio- oder Pari-Emission für den Hypothekenschuldner überhaupt nicht von gleicher Bedeutung sein müßte wie für den Pfandbriefgläubiger. Praktisch ist dies aber durchaus der Fall. Disagio-Emissionen niedrig verzinslicher Pfandbrieftypen bedeuten automatisch niedrige Auszahlungskurse und niedrige Zinsen im Hypothekengeschäft. Denn die Disagiovorlage, d. h. die Ausbedingung höherer Zinssätze und Pariauszahlung im Aktivgeschäft trotz Disagio-Emission niedrig verzinslicher Pfandbriefe, wird von den Hypothekenbanken allgemein abgelehnt, sowohl aus materiellen wie psychologischen Gründen. In erster Linie kommt hierfür die Art der Reservebildung der Hypothekenbanken in Frage. Wenn eine Bank einen

Teil ihrer Reserven in Hypotheken anlegen will, wählt sie schon deswegen nicht gern den Weg der Disagiovorlage, weil dies für sie rein bilanzmäßig keine Stärkung bedeutet. Alle Hypotheken werden ohne Rücksicht auf ihre Verzinsung bekanntlich in der Hypothekenbankbilanz zu pari eingesetzt, desgleichen alle ausstehenden Pfandbriefe. Werden die Reserven in neuen Hypotheken angelegt, so steigt der ausgewiesene Hypothekenbestand, wird aber in größerem Umfange Disagiovorlage vorgenommen, dann nicht so sehr; die aufgewandten Summen erscheinen dann bilanzmäßig nur Jahr für Jahr mit entsprechenden Teilbeträgen als Gewinn, und zwar als Zinsgewinn. Die Anlage von Reservefonds in Form der Disagiovorlage ist also schon rein technisch nur für stille, nicht für offene Reserven möglich. Eine Aktivierung der Disagiovorlage wird aber im allgemeinen nicht vorgenommen[1]). Zudem bedeutet bei Zinsrückständen bis zur Zwangsversteigerung hohe Nominalverzinsung in weit stärkerem Maße eine zwangsläufige Erhöhung des Obligos als bei Disagioauszahlung von Hypotheken mit niedrigeren Zinsen; Disagiovorlage bedeutet also (bei gleicher Beleihungshöhe) auch erhöhtes Risiko im Aktivgeschäft. Hinzu kommt ein mehr psychologischer Faktor. Die Nettoverzinsung von Hypotheken und Pfandbriefen ist zurzeit noch sehr hoch. Man will einerseits diese Nettoverzinsung nicht voll im Nominalzinsfuß zutage treten lassen, weil man für günstigere Zeiten dadurch eine Hemmung des Zinsabbaues erwartet. Andererseits würde eine Wiedereinführung des § 247 BGB. unter Umständen für die Realkreditinstitute Verluste bringen können, weil die Gesetzesbestimmung sich stets nur auf den Nominalzinsfuß von Forderungen bezog, also mit Pari ausgezahlte, hochverzinsliche Hypotheken, nicht aber mit Disagio emittierte niedrig verzinsliche Pfandbriefe treffen könnte. Bei dem sehr langfristigen Charakter des Realkreditgeschäftes erscheint dieses Bedenken sehr stichhaltig.

Wenn wir nunmehr versuchen wollen, Richtlinien für die zweckmäßigste Emissionspolitik auf Grund theoretischer Ueberlegungen zu finden, so müssen wir im Auge behalten, daß am Kapitalmarkt sich zwar nur Pfandbriefzeichner und Hypothekenbank gegenüberstehen, die wirtschaftlichen Interessen des Grundbesitzes sich mit denen der Emissionsinstitute zwar sehr erheblich, jedoch nicht völlig decken. Die Nachteile einer Emission niedrig verzinslicher Werte mit starkem Disagio liegen für den Schuldner in erster Linie darin, daß er sich der Konvertierungschance für Zeiten flüssigerer Kapitalmärkte begibt. Er wird dies nur gern tun, wenn er auf der anderen Seite für eine bestimmte Zeit eine Senkung der Nettoverzinsung erreicht, die den Verzicht auf eine vorzeitige Konvertierungsmöglichkeit lohnend erscheinen läßt. Der Wert der Konvertierungschance ist für den Hypothekenschuldner größer als für die Hypothekenbank. Letztere kann die Laufzeit der Hypotheken denen der Pfandbriefe anpassen und dann die Chancen die Konvertierung ihren Hypothekenschuldnern ebenso völlig zukommen lassen, wie durch Disagioemission von Pfandbriefen bzw. Disagioauszahlung von Hypotheken mindern. Sie selbst bleibt dann von dem Dilemma unberührt. Der Pfandbriefzeichner wird sich mit einer für die ganze Laufzeit des Papiers errechneten geringeren Nettoverzinsung zufrieden geben, wenn er einen Teil des Ertrages durch Kursgewinne schneller zu realisieren hofft, als bis zur Kündigung bzw. Rückzahlung seines Pfandbriefes. Ist das Disagio sehr groß, d. h. der Nominalzinssatz sehr niedrig, wird diese Kurschance vom Pfandbriefzeichner nicht in vollem Maße bewertet werden, da jede spätere Emission mit geringerem Disagio und höherer Verzinsung bei sinkenden Zinssätzen am Kapitalmarkt eher beachtet werden wird. Hinzu kommt, daß der vorläufige Verzicht auf einen Teil der Rendite aus den Zinskupons nicht zu groß sein darf, um den Reiz des Disagioerwerbes nicht zu schmälern. Ein sehr großer Teil des Sparpublikums ist zu einem solchen Verzicht zu Gunsten größerer Kurschance in größerem Umfange auch gar nicht in der Lage. Ein weiterer Anreiz, mit Disagio emittierte Werte zu erwerben, geht verloren, wenn die Zeit der Rückzahlung sehr lange hinausgeschoben oder nicht fixiert ist. Bei sehr langer Laufzeit vermindert sich die vom Pfandbriefgläubiger erzielbare Mindestnettoverzinsung erheblich und damit muß er unter Umständen auch rechnen, wenn der Rückzahlungstermin nicht fixiert ist. Dieser Mindestnettoerlös stellt für den Pfandbriefkäufer die Maximalgrenze dar, bis zu der sein vorläufiger Verzicht auf die Zinsrendite geht, um dafür die größeren Kurschancen zu erwerben. Diese ist bei sinkenden Zinssätzen um so größer, je länger die Rückzahlung des Papiers ausgeschlossen ist, und so die Möglichkeit eines Ueberparikurses für längere Zeit erwartet werden kann. Eine solche Erwartung ist aber gleichfalls wiederum nur gerechtfertigt, wenn der allgemeine Zinssatz unter den Nominalzinssatz des Pfandbriefes sinken wird, d. h. also nur bei Werten mit nicht zu niedriger Verzinsung und mäßigem Disagio. Es ist also nicht exakt zu bestimmen, wo die Grenze liegt, bis zu der sich für den Pfandbriefschuldner die Verminderung seiner Konvertierungschance zwecks Verbilligung der Nettoverzinsung lohnt. Für den Hypothekenschuldner wird sie aus den oben angeführten Gründen jedenfalls eher erreicht sein, als für die Hypothekenbanken. Sie wird überschritten, wenn der Anreiz des Disagioerwerbes für den Pfandbriefkäufer sinkt, weil die Spanne zwischen Mindest- und Maximal-Nettoverzinsung zu groß wird, sei es infolge zu langer Rückzahlungsfrist oder zu großen Disagios bei sehr niedriger Verzinsung oder beides.

Betrachten wir unter diesen eben gewonnenen Gesichtspunkten die Ausstattung der von den Hypothekenbanken zurzeit emittierten Pfandbriefe, so ergibt sich eine Reihe weiterer Resultate. Die meisten Goldpfandbriefe sind bezüglich ihrer Rückzahlung meist so ausgestattet, daß ihre Kündigung für einige Jahre nach der Emission ausgeschlossen ist, die endgültige Rückzahlung aber erst nach 2—3 Jahrzehnten beendet sein muß. Die generelle Bestimmung einer Unkündbarkeitsdauer von einigen Jahren hatte bei Aufnahme des Neugeschäfts der Hypothekenbanken seine guten Gründe. Der rapide Abbau der 1923/24 enorm übersteigerten Zinssätze bis Ende 1925, die Weiterentwicklung Ende 1926 und Anfang 1927 ließen die Erwartung einer baldigen Rückkehr „normaler Verhältnisse" allenthalben gerechtfertigt erscheinen. Unter „normalen Verhältnissen" verstand man damals eine starke Annäherung an die Zinssätze der Vorkriegszeit. Der Anreiz, der in den Pfandbriefdisagioemissionen dieser Jahre für den Kapitalisten lag, war in erster Linie durch die mehrjährige Unkündbarkeit der Pfandbriefe gegeben, die einen Ueberparikurs erreichen mußten, sowie das allgemeine Zinsniveau unter den Nominalzinssatz der Pfandbriefe sank. Dieser Anreiz der mehrjährigen Unkündbarkeit ist aus verschiedenen Gründen in Fortfall gekommen. Der ursprüngliche Optimismus ist verschwunden, die Kapitalarmut Europas, insbesondere Deutschlands, hat die Hoffnung auf eine rapide endgültige Senkung des Zinsniveaus sehr geschwächt. Hinzu kommt, daß bei einer Anzahl von Pfandbriefserien aus früheren Jahren bei einer Reihe von Banken die Unkündbarkeitsfrist abgelaufen ist, ohne daß die Banken effektiv gekündigt haben. Bei allen diesen Typen ist also die Möglichkeit eines Ueberparikurses überhaupt nicht mehr gegeben, weil die Banken in der Lage sind, die Pfandbriefe sofort zu kündigen, wenn die Nominalverzinsung das allgemeine Zinsniveau nur etwas übersteigt. Die überall zu konstatierende Tendenz, bei Neuemissionen die Unkündbarkeitsdauer zu verlängern, kann bei dem übermäßigen Umfange alter, jederzeit kündbarer Serien gleicher Nominalverzinsung kaum Abhilfe schaffen. Die Ausschließung der Kapitalrückzahlung für

[1]) Vgl. Breitenfeld, Zur Disagiovorlage der Hypothekenbanken, und Zur Disagiobilanzierung der Hypothekenbanken, Bankwissenschaft 4. Jahrgang Heft 12 u. 18.

einige Jahre spielt für das Emissionsgeschäft wirtschaftlich keine Rolle mehr.

Die Bedeutung der Chance eines Kurses über Pari, wie sie durch die Ausschließung der Rückzahlung des Kapitals für mehrere Jahre gegeben war, galt für Disagioemissionen ebenso wie für Emissionen zu Pari. Der Fortfall dieser Chance steigert die Wichtigkeit des letztmöglichen Rückzahlungstermins für die mit Disagio begebenen Papiere erheblich. Denn dieser Termin ist nun die einzige Grundlage für die Berechnung der Mindestnettoverzinsung, die der Pfandbriefkäufer erwarten kann, und wir hatten gesehen, daß der Reiz des Disagioerwerbes sinkt, wenn die Spanne zwischen der Mindestnettoverzinsung und der durch schnelle Kurssteigerung evtl. erhöhten Nettoverzinsung des Papiers zu groß wird. Dieser Fall ist dadurch eingetreten, daß die meisten Hypothekenbanken den Termin, bis zu dem der lezte Pfandbrief der betreffenden Emission zurückgezahlt sein muß, sehr lange (20 Jahre und darüber) hinausgeschoben haben. Das Interesse der Pfandbriefinstitute an dieser Methode liegt z. Teil darin, daß sie die Pfandbriefe voraussichtlich erst zurückzuzahlen brauchen, wenn der Paristand sowieso erreicht oder überschritten ist, dann aber s o f o r t zurückzahlen können, während die mit entsprechender Verzinsung ausgestatteten Hypotheken zum Teil nur immer in bestimmten Abschnitten (meist 5 Jahre) rückzahlbar sind. Bei sinkenden Zinssätzen ergibt sich also für die Institute unter Umständen auf diese Weise ein zusätzlicher Zwischenzins zwischen den alten, noch einige Jahre laufenden hochverzinslichen Hypotheken und den bereits durch Kündigung und Neuemission herunterkonvertierten Pfandbriefen. Bei steigenden Zinssätzen können die Institute die Kündigung alter Pfandbriefserien vertagen, während sie bei Ablauf und Rückzahlung der entsprechenden Hypotheken die erhöhten Zinssätze bei der Neuausleihung des Kapitals erreichen können. Erst bei völlig stagnierenden Zinssätzen kommen diese Mehrgewinne völlig in Fortfall, ein Zustand, der aller Voraussicht nach aber für die nächsten Jahre bestimmt noch nicht erwartet werden kann. An dieser Stelle offenbart sich unter Umständen in gewisser Hinsicht eine Spaltung der Interessen der Pfandbriefinstitute und der Hypothekenschuldner. Wenn durch Begrenzung der Rückzahlungsfrist der Pfandbriefe auf kürzere Termine (5 bis 10 Jahre, statt 20 und mehr) eine Verbilligung oder Vermehrung des Realkredites zu erwarten wäre, so würde eine solche Aenderung der Emissionsbedingungen vom Grundbesitz aus gesehen zu begrüßen sein, da seine Hypotheken sowieso nur meist 5 Jahre laufen[2]). Man sollte auf den ersten Blick auch meinen, daß die Hypothekenbanken, zu allererst am Umsatz interessiert, bereitwilliger dazu übergehen würden, bei Neuemissionen die Maximallaufzeit der Pfandbriefe zu verringern. Einzelne, allerdings sehr bescheidene Ansätze in dieser Richtung sind auch bereits zu konstatieren gewesen[3]). Im allgemeinen aber scheinen die Institute sich von der Fixierung kürzerer Pfandbrieflaufzeiten keine solche Umsatzsteigerung zu versprechen, daß die daraus resultierende Mehreinnahme größer wäre als die oben erwähnten Zwischengewinne, die sich bei Begrenzung der Laufzeit der Hypotheken, nicht aber der Pfandbriefe ergeben. Eine entscheidende Wandlung wird hier erst eintreten, wenn die Schwankungen der Zinssätze für langfristiges Leihkapital so gering werden, wie z. B. vor dem Kriege, so daß dann die Möglichkeit der Zwischengewinne immer mehr in Fortfall kommt, der Gesichtspunkt der Umsatzsteigerung entscheidend wird und die Interessen der Hypothekenschuldner mit denen der Hypothekenbanken auch in diesen Punkten vereinigt werden.

Wenn der für den Kapitalisten durch die Art der Rückzahlung zu schaffende Anreiz zum Erwerb von mit Disagio emittierten Werten fortfällt, wird der vorläufige Verzicht auf den Zinsgewinn aus den Kupons nur relativ klein sein dürfen, wenn man überhaupt mit einer Senkung der Nettoverzinsung durch Disagioemission rechnet. Nur die Chance einer sehr baldigen Erreichung des Paristandes wird den Pfandbriefkäufer bewegen können, mit einer niedrigeren Nominalverzinsung vorlieb zu nehmen als allgemein der Kapitalmarktlage entspricht. Auch hier ist die Grenze nicht exakt festzusetzen, auch hier spielen die Imponderabilien, das Ueberwiegen einer optimistischen oder pessimistischen Stimmung eine große Rolle. Allerdings liegt gerade vielleicht bei den Pfandbriefen die Situation so, daß beim Käuferpublikum spekulative Erwägungen stärker in den Hintergrund treten als bei den meisten anderen Werten. Wir erhalten also das Ergebnis, daß alle bislang erwähnten Faktoren daraufhin zu deuten scheinen, daß eine Disagioemission von Pfandbriefen nur dann den Verzicht auf die Konvertierungschance lohnt, nur dann eine voraussichtliche Senkung der Nettoverzinsung erwarten läßt, wenn das Disagio nicht zu groß bzw. der Nominalzinsfuß der Pfandbriefe nicht zu sehr unter dem normalen zeitgemäßen Zinssatz liegt. Daß dies bei den 4½-, 6- und 7prozentigen Pfandbrieftypen heute bereits der Fall ist, darüber dürften keine Zweifel herrschen. Die Hypothekenbanken verzichten infolgedessen seit einiger Zeit darauf, die Placierung dieser Serien zu forcieren. Für den 8prozentigen Typ ist die Frage schwerer zu beantworten. Das Disagio von 7—8 pCt., das viele 8prozentige Pfandbriefserien heute bereits aufweisen, gibt den Bedenken Raum, ob man sich nicht auch hier allmählich der Grenze nähert, wo der Verzicht auf die Konvertierungschance nicht mehr lohnend erscheint.

Wir haben allerdings bislang immer nur den Fall einer völligen Neuemission im Auge gehabt, d. h. davon abgesehen, daß die Hypothekenbanken bei der Fixierung der Emissionsbedingungen heute bereits erheblich Rücksicht nehmen müssen auf die schon im Umlaufe befindlichen Pfandbriefe gleicher Art, wenn auch nicht immer gleicher Nominalverzinsung. Die Frage nach Aenderung des Nominalzinssatzes bekommt damit eine ganz andere Bedeutung, die nicht mehr allein nach dem Gesichtspunkt der Nettoverzinsung für den Gläubiger und der Konvertierungschance für den Schuldner entschieden werden kann.

Diese, man kann ruhig sagen, Besonderheit der Pfandbriefemission gegenüber anderen Werten ergibt sich aus 2 Faktoren, einmal aus dem Charakter des Pfandbriefes als festverzinslichen, für Dauer- und Sparanlagen bestimmten Wert, und zweitens daraus, daß das Pfandbriefemissionsgeschäft ein laufendes ist. Der Goldpfandbrief als Anlagewert ist die mobilisierte kleingestückelte Goldmarkhypothek. Seine Wertbeständigkeit und Sicherheit stammen daher ebenso wie seine Beliebtheit. Zugleich hat er der Hypothek gegenüber den Vorteil jederzeitiger Veräußerlichkeit. In dieser Richtung hat sich auch gegenüber der Vorkriegszeit nichts geändert. Die ungewöhnlichen, im Vergleich mit der Zeit vor 1914 auf ein Vielfaches gestiegenen Zinsschwankungen am Kapitalmarkt bedeuten aber heute für einen festverzinslichen Wert ebenso starke Kursschwankungen, d. h. Wertverschiebungen, die die Unsicherheit des Rückzahlungstermins (im Gegensatz zu den Hypotheken) noch erschwerend ins Gewicht fallen lassen. Kursverluste sind also für den Pfandbriefzeichner durchaus möglich, wenn er zur Veräußerung vor der Rückzahlung bzw. Kündigung gezwungen ist. Infolgedessen sind die Hypothekenbanken zu einer sehr starken Interventionstätigkeit gezwungen, um die Kurse ihrer Werte zu stabilisieren. Die Rücksicht auf ihr dauerndes Emissionsgeschäft erfordert, den Pfandbrief nicht zum Spekulationswert werden zu lassen. Die Stabilisierung der Börsenkurse erfolgt im intensiven Maße daher bei den Serien, die gleiche Nominalverzinsung haben wie die Emissionsserien. Jeder Uebergang zu einer höheren Nominalverzinsung bei Neuemission würde infolgedessen für die Pfandbriefinhaber der alten Serie das deutliche Anzeichen kommender Kursverluste bedeuten. Die Aufgabe der Emission

---

[2]) Selten länger bis 10 Jahre; von Annuitätendarlehen ist zur Vereinfachung der Materie bewußt abgesehen.

[3]) Auch die neuerliche Ausstattung einzelner Emissionen mit allerdings noch sehr geringfügigen Auslosungschancen gehört hierher.

6- und 7prozentiger Typen zugunsten des 8prozentigen hat noch nicht in diesem Sinne wirken können. Der 8prozentige Typ hat seit 1924 immer existiert, während die Forcierung des 6- und 7prozentigen Pfandbriefes durch die deutsche Diskontpolitik Anfang 1927 im größten Ausmaße bedingt und damit der Entscheidung der Institute entzogen war. Anders liegt die Situation heute, wo die Frage zur Diskussion stand, vom 8prozentigen zum 9prozentigen Typ überzugehen. Die Pfandbriefinstitute haben dies bekanntlich abgelehnt. Mit Recht oder Unrecht? Der Pfandbriefumlauf der Hypothekenbanken besteht in sehr erheblichem Umfange (50—60 pCt.) aus 8prozentigen Werten. Der Uebergang zu einem 9prozentigen Typ hätte das Angebot gerade in 8prozentigen Pfandbriefen wahrscheinlich sehr erheblich gesteigert, vermutlich sogar mehr als durch Neuverkauf der 9prozentigen Werte an Umlaufsvermehrung zunächst erreichbar gewesen wäre. Zudem hätte eine starke Kurssenkung der 8prozentigen Werte den Kurs der 9prozentigen gedrückt, so daß statt der erstrebten Verbilligung eher eine Verteuerung des Realkredites (wenn auch wiederum nur zunächst) zu verzeichnen gewesen wäre. Schließlich wäre die Vorstellung von der jederzeitigen verlustlosen Wiederveräußerlichkeit des Pfandbriefes und damit die Propaganda für kommende Emissionen erheblich gestört worden. Der Beschluß, beim 8prozentigen Typ zu bleiben, war also mit Rücksicht auf die Kontinuität der Umlaufsvermehrung, der Stabilität der Kurse und der Vermeidung einer plötzlichen Verteurung des Realkredites durchaus gerechtfertigt.

Es darf aber nicht verkannt werden, daß diese Stellungnahme sich nur aufrechthalten lassen wird, wenn die Verknappung der Kapitalmärkte nicht noch weiter lange Zeit anhält, und daß ein Entschluß, zu höher verzinslichen Emissionen überzugehen, um so einschneidender wirken muß, je später er schließlich kommt. Die Ausstattung der Pfandbriefe von seiten der Hypothekenbanken hat bislang immer die Hoffnung auf kommende Zinssenkung bei den Emissionshäusern vermuten lassen. Wir haben dies bei der Besprechung der Kündigungs- und Rückzahlungsbestimmungen bereits gesehen und auch die Ablehnung des 9prozentigen Pfandbriefes ist nur so erklärlich. Hoffen auch wir, daß diese Erwartung, auf lange Sicht betrachtet, sich als richtig erweist.

Inzwischen wird die Disagioemission 8prozentiger Pfandbriefe die Kapitalisten aus erwähnten Gründen weniger reizen können, als dies in Zeiten größeren Optimismus der Fall war. Die Umlaufsvermehrung der Pfandbriefe hat bereits eine erhebliche Verlangsamung erfahren. Mit der Ablehnung des 9prozentigen Typs haben die Institute bewußt ein Opfer gebracht, denn der Beschluß stammt nicht etwa nur aus der Sorge vor plötzlicher Stagnation des Geschäfts durch Umtauschoperationen derer, die 8prozentige Werte abstoßen und in 9prozentige tauschen würden, — das wäre doch nur eine Episode gewesen. Stärker war die Sorge, durch Ausgabe von 5 Jahre unkündbaren, 9prozentigen Pfandbriefen die Konvertierungschance für diese Zeit auszuschließen und so einen Zinsabbau für den Realkredit zu erschweren für den Fall, daß ein solcher durch Erleichterung der Kapitalmärkte früher möglich wäre.

Steuerfreie Bilanzverschleierung.

Von Regierungsrat Dr. jur. **Wirckau**, Kassel.

„Gemeinsam mit den Spitzenverbänden von Handel und Industrie bemüht sich der Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes seit längerer Zeit um einen besseren strafrechtlichen Schutz des redlichen Kreditverkehrs gegen die unter dem Ausdruck „Krediterschleichung" zusammengefaßten Mißstände." So schreibt die Schriftleitung dieser Zeitschrift auf Seite 55 in einer Anmerkung zu Fischers alarmierendem Aufsatz „Krediterschleichung als Gefährdung der Volkswirtschaft". Gleichzeitig häufen sich in beängstigender Weise die Fälle, in denen sich nach erfolgter Zahlungseinstellung angesehener Firmen herausstellt, daß ihre Inhaber oder leitenden Direktoren jahrelang die ungünstige wirtschaftliche Lage der Firma oder gar ihre eigenen zu Lasten der Firma und deren Gläubiger getätigten Manipulationen gegenüber den Aufsichtsorganen und der Oeffentlichkeit durch gefälschte Bilanzen verschleiert haben. Da erscheint besonders aktuell ein kürzlich bekanntgewordenes Urteil des Reichsfinanzhofs — I A a 426/29 vom 29. 8. 1929, Reichssteuerblatt vom 10. 10. 1929 Seite 545 Nr. 788 —, welches das Verfahren der Bilanzverschleierung zwecks Vermeidung einer Vertrauenserschütterung sozusagen steuerlich sanktioniert und m. E. — weniger vom fiskalischen, als gerade vom allgemein wirtschaftlichen Standpunkt gesehen — schwere Bedenken auszulösen geeignet ist. Der genannten Entscheidung lag folgender Tatbestand zugrunde:

> „Die Beschwerdeführerin, die Ende 1926 ein eingezahltes Aktienkapital von 1 000 000 RM auswies, hat nach dem Ergebnis einer Buchprüfung seit der Inflation jedes Geschäftsjahr mit einer Unterbilanz abgeschlossen. Die Unterbilanz betrug Ende 1924 rund 860 000 RM, Ende 1925 rund 693 000 RM und Ende 1926 rund 488 000 RM. Nach der für 1927 eingereichten Steuerbilanz hat sich die Unterbilanz in diesem Jahre wieder auf rund 749 000 RM erhöht. Die Beschwerdeführerin hatte für alle diese Jahre Handelsbilanzen aufgestellt, die mit so hohen Ueberschüssen abschlossen, daß die Ausschüttung von Gewinnen und die Gewährung von Tantiemen möglich war. Die Geschäftsberichte sind den Handelsbilanzen entsprechend abgefaßt. Für 1927 sind 70 000 RM Dividenden und 17 377,76 RM Tantiemen zur Verteilung gelangt. Die Gewinnausschüttung wird damit gerechtfertigt, daß das Ansehen und die Vertrauenswürdigkeit nach außen nicht geschmälert werden dürften. Es sei bekannt, daß besonders bei Versicherungsgesellschaften in den Jahren, in denen die Verluste besonders groß seien, Gewinne ausgeschüttet würden, um eben Ansehen und Vertrauen nicht zu verlieren. Es bestehe die Erwartung, die Verluste in den nächsten Jahren wieder einzuholen. Man könne derartige Gewinnausschüttungen geradezu als Werbungskosten bezeichnen. Das Finanzamt hat sowohl die Tantieme wie den ausgeschütteten Gewinn als Einkommen angesehen. Einspruch und Berufung blieben erfolglos."

Der Reichsfinanzhof hat die Rechtsbeschwerde für begründet und die als Gewinn ausgeschütteten Beträge für körperschaftsteuerfrei erklärt. Zum Verständnis des Folgenden muß zunächst daran erinnert werden, daß es dem bilanzierenden Kaufmann schon auf Grund der seit Jahren vom Reichsfinanzhof in ständiger Rechtsprechung aufgestellten Grundsätze über steuerliche „Bilanzberichtigung" möglich ist, für seine Gläubiger, insbesondere die Banken, und für das große Publikum in seiner Handelsbilanz einen schönen Gewinn, für das Finanzamt aber in seiner Steuerbilanz einen weniger schönen Erfolg oder gar einen Verlust auszuweisen, ein Ergebnis, welches dem Nichtfachmann zunächst widersinnig erscheinen mag, da doch die steuerrechtlichen Grundsätze meist umgekehrt ein günstigeres Bilanzergebnis zeitigen als die handelsrechtlichen. Weist nämlich der Kaufmann dem Finanzamt nach, daß seine Handelsbilanz nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung unrichtig aufgemacht ist, d. h. in der Regel auf der Aktivseite zu hohe oder auf der Passivseite zu niedrige Werte ausweist, so darf und muß sie für die Steuerveranlagung berichtigt werden; legt er dar, daß seine Handelsbilanz zwar nach einer an sich zulässigen Bilanzierungsmethode a aufgemacht ist, daß sie aber bei Anwendung einer anderen, gleichfalls zulässigen Bilanzierungsmethode b ein geringeres Ergebnis ausweisen würde, so ist zwar für eine Bilanzberichtigung mangels einer unrichtigen

Handelsbilanz kein Raum und eine Bilanz ä n d e r u n g für die Steuer durch Uebergang zur Bilanzierungsmethode b wenn überhaupt, dann nur bei gleichzeitiger Aenderung der Handelsbilanz zulässig; eine solche aber soll wenigstens in den Fällen, in denen eine Aenderung der Handelsbilanz keiner besonderen Formen bedarf, d. h. also für Einzelkaufleute, offene Handelsgesellschaften und Kommanditgesellschaften, vom Finanzamt unterstellt werden dürfen (vgl. Reichsfinanzhof vom 17. 4. 1929 — VI A 879/27 — Steuer und Wirtschaft 1929 Nr. 600; Reichsfinanzhof — I A a 213/29 — vom 12. 11. 1929 Eildienst der Deutschen Steuerzeitung 1929 Spalte 792). Bestand also, wie dargelegt, schon bisher die Möglichkeit, „verschönerte" Geschäftsbilanzen aufzumachen, ohne zu dem Bilanzbild entsprechenden Steuerleistungen gezwungen werden zu können, so war doch mit jener Bilanzverschönerung bisher wenigstens in den besonders kraß liegenden Fällen ein steuerliches Risiko verknüpft, in denen die Aktiengesellschaft oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung auf Grund der verschönerten Bilanz auch Dividenden a u s s c h ü t t e t e bzw. der Einzelkaufmann oder Teilhaber einer offenen Handelsgesellschaft oder Kommanditgesellschaft übermäßig hohe E n t n a h m e n zum persönlichen Lebensunterhalt tätigte. Denn in diesen Fällen konnte auf Grund von § 10 Abs. 2 zu a Körperschaftsteuergesetz die ausgeschüttete Dividende, auf Grund des § 49 EStG. der tatsächliche Verbrauch der Besteuerung unterworfen werden. Dieses Risiko ist durch die genannte Entscheidung ausgeräumt! Heil und Sieg! Freie Bahn dem Bilanztüchtigen!

Die Entscheidung des Reichsfinanzhofs befaßt sich mit § 10 Abs. 2 zu a Körperschaftsteuergesetz. Diese Vorschrift lautet:

„Mindestens ist als Einkommen zu versteuern die Summe der Vergütungen jeder Art, die an Mitglieder des Aufsichtsrates für den Steuerabschnitt gewährt worden sind (§ 17 Nr. 4). Dem zu versteuernden Mindestbetrag kann hinzugerechnet werden die Summe a) der Gewinnanteile, die für den Steuerabschnitt ausgeschüttet worden sind, sofern sie nicht aus Vermögen stammen, das bei seinem Entstehen in den letzten drei Jahren der Besteuerung nach diesem Gesetz unterlegen hat; die Vorschriften des § 11 bleiben unberührt."

Hinsichtlich der verteilten A u f s i c h t s r a t s t a n t i e m e n steht also die Steuerpflicht außer Zweifel; hinsichtlich der G e w i n n a u s s c h ü t t u n g e n — die hier allein interessieren! — liegt dagegen nur eine „Kann-Vorschrift" vor, d. h. die Veranlagungsstelle des Finanzamtes entscheidet darüber, ob im einzelnen Falle die Steuer erhoben werden soll oder nicht; sie ist dabei an die allgemeine Regel des § 6 Reichsabgabenordnung gebunden, welcher lautet: „Wo im Sinne des Gesetzes die Behörden die Entscheidung nach ihrem Ermessen zu treffen haben, hat sie nach Recht und Billigkeit zu erfolgen." Der Reichsfinanzhof untersucht nun in der Begründung seiner Entscheidung vom 29. 8. 1929 eingehend, ob es der Billigkeit entspricht, im vorliegenden Falle von der Kann-Vorschrift Gebrauch zu machen und die ausgeschütteten Gewinne trotz tatsächlichen Verlustes als fiktives Einkommen zu versteuern; er gelangt z u r V e r n e i n u n g der Frage. „Bei einem Versicherungsunternehmen" — so führt er aus —, „das seine Geschäfte für lange Sicht abschließt, ist mehr wie bei manchem andern kaufmännischen Unternehmen das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit Voraussetzung für das Gedeihen. Die Beschwerdeführerin konnte zwar von ihren Aktionären noch 2 000 000 RM Aktienkapital einfordern. Aber die Befürchtung liegt doch nahe, daß die Versicherten, wenn sie von der Unterbilanz von 750 000 RM Kenntnis erhalten, sich sagen, wo so viel verlorengegangen ist, kann leicht noch mehr verlorengehen, und daß sie sich darum aus der Geschäftsverbindung mit der Beschwerdeführerin zurückziehen. Entschloß sich die Beschwerdeführerin, in ihren Handelsbilanzen Gewinne auszuweisen, dann erscheint es auch folgerichtig, daß sie Gewinne ausschüttete. Hätte sie das nicht getan, hätte sie also 4 Jahre keine Dividende verteilt, so hätte auch das vermutlich Aufsehen und kritische Fragen nach der Richtigkeit der Bilanz hervorrufen können." Die Gewinnausschüttung sei hier also nicht Ausfluß innerer Kraft und Leistungsfähigkeit, sondern nur einer gewissen Zwangslage, geboren aus dem Bestreben, das Vertrauen der Geldgeber zu erhalten, dessen Verlust bei Offenlegung der wirklichen Lage unvermeidbar wäre. Auch die wesensverwandte Vorschrift über die Verbrauchsbesteuerung aus § 49 EStG. setze die Leistungsfähigkeit des Steuerpflichtigen und in der Hauptsache die Vermeidbarkeit der tatsächlich gemachten Ausgaben voraus. Der Reichsfinanzhof faßt zusammen:

„Im vorliegenden Falle hat die Beschwerdeführerin, wie ihr nicht widerlegt werden kann, im Gefühl eines Zwanges gehandelt, als sie die Gewinne ausschüttete. Man wird nicht annehmen können, daß sie subjektiv von dem Gefühle wirtschaftlicher Kraft, die auch in schlechten Jahren Dividendenausschüttungen gestattet, getragen gewesen ist. Und das objektive Bild zeigt ein schwer ringendes Unternehmen, das Jahre gebrauchen wird, bis es innere Festigung und wirtschaftlich gesichertes Gedeihen wiedererlangt haben wird. Darum war von der Anwendung der Kannvorschrift abzusehen und die Steuer lediglich nach der verteilten Tantieme zu berechnen."

Der Hinweis auf § 49 EStG. und die Wesensverwandtheit beider Vorschriften ist nicht uninteressant. Der Einzelkaufmann oder Teilhaber einer offenen Handelsgesellschaft oder Kommanditgesellschaft wird sich also mit ebensoviel Recht, wie sich die Versicherungsgesellschaft gegen Heranziehung ihrer ausgeschütteten Dividenden mit Erfolg gewehrt hat, gegen die Heranziehung zur Verbrauchsbesteuerung wehren können, mit der Begründung, er sei im Interesse seines Geschäftes gezwungen, einen hohen Lebensaufwand zu treiben, denn eine plötzliche Einschränkung desselben müsse auffallen und seine Gläubiger mißtrauisch und kritisch machen. Schon Fischer hat in seinem eingangs erwähnten Aufsatz darauf hingewiesen, daß eine Vermehrung des Lebensaufwandes die Kreditfähigkeit zu erhöhen geeignet sein kann. Mit gleichem Recht schließlich werden den Vorstandsmitgliedern und leitenden Angestellten einer Aktiengesellschaft oder G. m. b. H. hübsche Sondervergütungen und Tantiemen vom fiktiven Einkommen gezahlt werden dürfen, ohne daß sie zur Mindestbesteuerung gemäß § 10 Abs. 2 zu b Körperschaftsteuergesetz herangezogen werden können. Man sieht also — und das tägliche Leben beweist, daß es sich hier nicht um eine wirklichkeitsfremde Konstruktion handelt! —: die Inhaber und Direktoren der „schwerringenden Unternehmungen" können unter Umständen ganz angenehm und vielleicht besser als ihre Gläubiger weiterleben, solange es eben geht, ohne daß die Aktiengesellschaft (G. m. b. H.) Körperschaftsteuer, der Einzelkaufmann oder Gesellschafter Einkommensteuer zu zahlen braucht (der angestellte Direktor muß natürlich sein Gehalt und Sondervergütung als Arbeitslohn versteuern).

Ich fürchte, die Arbeiter und kleinen Angestellten, denen die Firma pünklich ihre 10 pCt. Lohnsteuer einbehält, werden für diese Art von „Recht und Billigkeit" wenig Verständnis haben. Die Gläubiger aber und die Wirtschaft im ganzen gesehen werden m. E. keinerlei Interesse daran haben, daß es einem innerlich kranken Unternehmen durch steuerliche Begünstigung erleichtert wird, seine Gläubiger und Aktionäre zu täuschen. Der Reichsfinanzhof meint:

„Es ist hier nicht zu erörtern, ob die Aufstellung und Veröffentlichung unzutreffender Handelsbilanzen und die auf Grund solcher Bilanzen vorgenommenen

Gewinnausschüttungen eine kaufmännisch einwandfreie Handlungsweise darstellen."

Das ist zwar sicher richtig. Aber wenn auch die Steuerbehörde nicht zum Wächter über die kaufmännische Moral berufen ist, so glaube ich doch, daß weiteste Kreise auf Grund ihres ganz natürlichen Gefühls durchaus keinen Widerspruch mit Recht und Billigkeit darin erblicken würden, wenn ein Unternehmen, das aus bestimmten Gründen Gewinn ausschütten und damit nach außen den Eindruck einer gewissen Leistungsfähigkeit erwecken will — von natürlich denkbaren besonderen Ausnahmefällen abgesehen —, grundsätzlich auch entsprechend dieser fingierten Leistungsfähigkeit an der finanziellen Notlage des Staates durch Steuerzahlung partizipieren muß. Mir wenigstens würde es unbedenklich erscheinen, eine zweckbewußt vorgetäuschte Leistungsfähigkeit der effektiven Leistungsfähigkeit gleich zu behandeln. Das Unternehmen muß diese Steuern eben als Unkosten seiner Dividendenpolitik mit einkalkulieren, gemäß dem altgermanischen Rechtsgrundsatz: „Wer den bösen Tropfen genießt, genießt auch den guten" und umgekehrt. Bezeichnend in dieser Hinsicht scheint mir zu sein, daß ein führendes Blatt der Wirtschaft, die Deutsche Bergwerkszeitung, der man nun doch wahrhaftig keine übermäßige Steuerfreudigkeit nachsagen kann, in ihrer Nummer 285 vom 6. 12. 1929 das Urteil vom 29. 8. 1929 zwar begreiflicherweise in großer Aufmachung auf erster Seite bespricht, aber sich doch besonderer Lobeserhebungen für das wirtschaftliche Verständnis des Reichsfinanzhofs enthält und vielmehr ernste Worte für die Gefährdung der Oeffentlichkeit durch das heutige Handelsbilanzrecht findet. Sie schreibt:

> „Das Reichsfinanzhofsurteil zeugt für die Notwendigkeit, mehr oder weniger schematische Rechtsanwendung im Steuerrecht auszuschließen. Andererseits geht aus dem Urteil mit erschreckender Deutlichkeit hervor, wie wenig Sicherheit das heutige Handelsbilanzrecht dem Außenstehenden bietet, mit welchem Maß von Kritik man den veröffentlichten Handelsbilanzen selbst größerer Unternehmungen gegenüberstehen muß und wie der Grundsatz der Bilanzwahrheit heute in der Praxis durchbrochen wird."

Ist aber das Handelsbilanzrecht unzulänglich, so sehe ich deshalb noch keinen Grund, diese Unzulänglichkeiten auch steuerrechtlich zu fördern, anstatt sie, soweit eben möglich, zu hemmen. Es widerstrebt m. E. in der Tat direkt dem Anstandsgefühl und auch dem unser vielfach zu Unrecht geschmähtes Zivilrecht beherrschenden Grundsatz von Treu und Glauben, wenn der ehrbare Kaufmann seine Gläubiger Jahr für Jahr täuschen und einer der Schweigepflicht unterliegenden Staatsbehörde gegenüber sich darauf selber mit zynischer Offenheit berufen darf, um für sich persönlich finanziell ungünstige Folgen seiner Täuschung, nämlich die entsprechenden Steuerzahlungen, zu vermeiden.

Die Gedankengänge der Urteilsbegründung scheinen mir weitgehend beherrscht von der sogenannten, zum Modeschlagwort erhobenen „wirtschaftlichen Betrachtungsweise". Der Reichsfinanzhof bemüht sich bei Beantwortung der Frage nach der Billigkeit der Anwendung der Kannvorschrift des § 10 Abs. 2 zu a Körperschaftsteuergesetz eindringlich, die wirtschaftlichen Beweggründe der Leiter des betreffenden Unternehmens zu erfassen. Die Betrachtungsweise ist also eine rein betriebswirtschaftliche; der Kritiker fragt, ob sie nicht auch von allgemein volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten hätte beeinflußt werden dürfen und müssen. Und wer gar — horribile dictu! — juristisch vorbelastet ist, faßt sich an den weltfremden Kopf: Soll nicht auch für die wirtschaftliche Betrachtungsweise das zeitlose Wort der Römer gelten — denen, obwohl „Erfinder" und Meister der Teufelskunst Jurisprudenz, schon vor zweitausend Jahren bekannt war, daß weder Gesetze nach ihrem strengen Wortlaut auszulegen sind, noch eine Auslegungsregel (z. B. „Wirtschaftliche Betrachtungsweise") zum starren Dogma erhoben werden darf — das Wort: summum jus summa injuria!

Gerichtliche Entscheidungen.

Steuerrecht.

1. Zu § 2 Nr. 3c KStG.; §§ 6—8 KSt. DO.

Die Bankanstalt einer Girozentrale, die in der Hauptsache den in der Girozentrale zusammengeschlossenen Kreisen und Gemeinden die Erledigung ihrer finanziellen Geschäfte erleichtert, insbesondere ihre Kreditbedürfnisse befriedigen soll, kann nicht als gemeinnützig im Sinne des § 2 Nr. 3c KStG. angesehen werden, da ihr Zweck in erster Linie auf die Förderung der Interessen der Mitglieder gerichtet ist.

Urteil des Reichsfinanzhofs vom 29. Oktober 1929 — I A a 436/29 —; abgedr. RStBl. 1930, S. 11.

Die Beschwerdeführerin ist eine vom Kommunalen Spar- und Giroverbande für die Provinz Z., einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft, errichtete Bankanstalt. Nach § 2 der Verbandssatzung hat sie den Zweck, den Verbandsmitgliedern — Stadt- und Landkreisen und kreisangehörigen Stadt- und Landgemeinden — zur Erledigung ihrer finanziellen Geschäfte zu dienen. Sie beansprucht Anerkennung ihrer Gemeinnützigkeit und damit nach § 2 Nr. 3c KStG. Steuerfreiheit. Die Vorinstanzen haben ihrem Verlangen nicht entsprochen.

Das Finanzgericht hat unter Hinweis auf das im Reichssteuerblatt (1928 S. 98) abgedruckte U. des RFH. v. 6. Dezember 1927 — I A 172/27 — seine Entscheidung damit begründet, daß es an der durch § 11 Nr. 2 KSt. DO. vorgeschriebenen satzungsmäßigen Festlegung des zur Steuerbefreiung führenden gemeinnützigen Zweckes fehle. Die Auffassung der Berufungsklägerin, daß die Satzung des Giroverbandes eine dahingehende Bestimmung zwar nicht dem Wortlaut, aber dem Inhalt nach enthielte, könnte nicht geteilt werden.

Der Rechtsbeschwerde muß der Erfolg versagt bleiben.

Es kann dahingestellt bleiben, ob die für die Vorentscheidung gegebene Begründung zutreffend ist, oder ob aus den gesamten Satzungsbestimmungen mit Rücksicht auf den allgemeinen Charakter der Girozentralen gefolgert werden muß, daß sie der Vermittlung billigen Personal- oder Realkredits zu dienen bestimmt sind. Denn der Senat vermag aus anderen Gründen die Gemeinnützigkeit der Beschwerdeführerin nicht anzuerkennen. Nach § 6 KSt. DO. sind nur solche Zwecke gemeinnützig, deren Erfüllung unmittelbar die Allgemeinheit fördert. Hier handelt es sich aber um ein Unternehmen, das in der Hauptsache den in der Girozentrale zusammengeschlossenen Kreisen und Gemeinden die Erledigung ihrer finanziellen Geschäfte erleichtern, insbesondere ihre Kreditbedürfnisse befriedigen soll. Zwar können nach § 8 KSt. DO. in bestimmter Weise abgegrenzte Personenkreise als Allgemeinheit angesehen werden, auch kann nach § 7 der Verordnung die Förderung der Allgemeinheit auf materiellem Gebiete liegen, es muß aber nach der gleichen Bestimmung die entfaltete Tätigkeit dem gemeinen Besten nutzen. Diese Voraussetzung ist nur erfüllt, wenn die Tätigkeit eine selbstlose ist. Daran fehlt es aber hier, weil die Beschwerdeführerin ganz oder in der Hauptsache nur die Förderung der eigenwirtschaftlichen Zwecke der betreffenden Kreise und Gemeinden erstrebt. Daß die den Mitgliedern gewährten oder vermittelten Kredite unter Umständen zur Bestreitung der Kosten gemeinnütziger Einrichtungen, wie Krankenhäuser, Volksbadeanstalten oder Schulbauten, benutzt werden, muß hier außer Betracht bleiben, weil insoweit nur eine mittelbare Förderung der Allgemeinheit gegeben sein würde. Die Beschwerdeführerin hat allerdings darauf hingewiesen, daß neben der Vermittlung des kommunalen Kredits auch der kommunale Giroverkehr, also die Förderung des im Interesse der gesamten Volkswirtschaft liegenden bargeldlosen Zahlungsverkehrs, zu ihren Aufgaben gehöre. Indessen ist bei der Einrichtung des Giroverkehrs mehr an die Erleichterung des Geldverkehrs der Mitglieder und an die Aufsammlung größerer Geldbeträge für Kreditzwecke gedacht worden als an die

allgemeine Förderung der Interessen der Volkswirtschaft. Jedenfalls ist der mit der Gründung der Girozentrale verfolgte Zweck in erster Linie auf die Förderung der Interessen der Mitglieder gerichtet. Die Girozentrale ist auch nicht, wie § 11 KSt. DO. für öffentlich-rechtliche Kreditanstalten vorschreibt, zur Beseitigung einer wirtschaftlichen Notlage bestimmter Volkskreise bestimmt. Eine unmittelbare Förderung der Allgemeinheit liegt also nicht vor. Der Beschwerdeführerin muß daher die Befreiung von der Körperschaftsteuer versagt werden.

2. Zu Tarifstelle 7 und 18 Z. 2 Pr. StempStG.

Sicherungsübereignungsverträge unterliegen **nicht** dem Kaufvertragsstempel.

Urteil des Reichsgerichts vom 13. 12. 1929 — VII. 234. 1929 —.

In Sachen des Preußischen Staates, vertreten durch den Präsidenten des Landesfinanzamtes zu Düsseldorf, Beklagten und Revisionsklägers, gegen die X.-Bank, Kläger und Revisionsbeklagten, hat das Reichsgericht, VII. Zivilsenat, auf die mündliche Verhandlung vom 13. Dezember 1929 für Recht erkannt:

> Die Revision gegen das Urteil der 3. Zivilkammer des Landgerichts zu Düsseldorf vom 25. Februar 1929 wird zurückgewiesen. Die Kosten der Revisionsinstanz werden dem Revisionskläger auferlegt.

Tatbestand.

Der Kläger schloß am 12. Juli 1928 mit der Firma A. einen Vertrag, wonach diese dem Kläger zur Sicherstellung für gewährten Kredit Waren, die in einer besonderen Aufstellung verzeichnet waren, übereignete. Die Uebergabe wurde durch die im Vertrag enthaltene Vereinbarung ersetzt, daß die Kreditnehmerin die Waren fortan nur noch als Verwahrerin für den Kläger behalte.

Weiter besagt der Vertrag:

> „Kommt die Kreditnehmerin ihren Verpflichtungen der Bank gegenüber nicht ordnungsmäßig nach, so ist die Bank zum Verkauf der übereigneten Gegenstände nach billigem Ermessen sofort berechtigt, insbesondere darf sie die Gegenstände zu einem angemessenen Preise selbst übernehmen. Ein sich aus dem Erlöse etwa über die Ansprüche der Bank hinaus ergebender Ueberschuß ist der Kreditnehmerin herauszuzahlen. Letztere ist berechtigt, jederzeit die Schuld der Bank zurückzuzahlen und erwirbt durch Rückzahlung der Gesamtschuld, für die obige Sicherungsgüter der Bank übereignet wurden, das unbeschränkte Eigentum an diesen."

Zu diesem Vertrage ist u. a. eine nach der Tarifstelle 7 des Preußischen Stempelsteuergesetzes berechnete Stempelabgabe in Höhe von 2086,50 RM erfordert und vom Kläger entrichtet worden.

Der Kläger ist der Ansicht, daß das Landesfinanzamt zu Unrecht den Stempel nach TSt. 7 Pr. StempStG. gefordert habe und statt dessen lediglich einen solchen nach TSt. 18 Ziff. 2 in Höhe von 3 RM habe berechnen dürfen.

Er verlangt mit der Klage die Rückzahlung von 2083,50 RM samt 7 pCt. Zinsen seit Klageerhebung.

Das Landgericht Düsseldorf, 3. Zivilkammer, hat durch Urteil vom 25. Februar 1929 der Klage in der Hauptsache und bezüglich des Zinsanspruchs in Höhe von 4 pCt. Zinsen stattgegeben, wegen des weitergehenden Zinsanspruchs aber die Klage abgewiesen.

Mit der vom Beklagten unter Zustimmung des Klägers unmittelbar eingelegten Revision beantragt der Beklagte, das angefochtene Urteil aufzuheben und die Klage abzuweisen.

Der Kläger bittet um Zurückweisung der Revision.

Entscheidungsgründe:

Der Tarifstelle 7 des Preußischen Stempelsteuergesetzes, auf die der Beklagte die zu der Vertragsurkunde vom 12. Juli 1928 erhobene Stempelabgabe gründet, unterliegen „Kauf- und Tauschverträge und andere lästige Veräußerungsgeschäfte enthaltende Verträge". Das Landgericht hält diese Tarifstelle nicht für anwendbar, weil als „lästig" (entgeltlich) ein Geschäft nur dann angesehen werden könne, wenn auf beiden Seiten Leistungen gegenüberstehen, die nach dem Willen der Beteiligten gegeneinander ausgetauscht werden sollen. Als eine solche, den Gegenwert für die zur Sicherung übereigneten Sachen bildende Leistung könne aber nicht die Verpflichtung des Klägers angesehen werden, die übereigneten Sachen nach Beendigung des Sicherungszweckes an die Kreditnehmerin zurückzugeben. Ebensowenig mache die Vereinbarung, wonach der Kläger bei Nichterfüllung der der Kreditnehmerin obliegenden Verpflichtungen zum Verkauf oder zur Uebernahme der übereigneten Sachen berechtigt sei, den Sicherungsübereignungsvertrag zu einem bedingten Kauf, wie es beim Vorliegen einer Verfallklausel der Fall sein würde. Denn der Kläger habe nicht bereits bei Abschluß des Sicherungsübereignungsvertrags den Willen zur Eingehung einer Verpflichtung gehabt; vielmehr sei seine Erklärung in den Vertrag dahin aufzufassen, daß er vorerst noch keine Bindung bezüglich des Kaufes habe eingehen wollen. Eine Bindung liege lediglich auf seiten der Kreditnehmerin vor; deren Erklärung habe er sich zu seiner eigenen Sicherung geben lassen. Es handelt sich im vorliegenden Fall nur um eine die Kreditnehmerin bindende Offerte, deren Annahme ganz ins Belieben des Klägers gestellt sei. Eine bloße Offerte zu einem Kauf unterfällt aber der Tarifstelle 7 nicht. Deshalb hat das Landgericht der Rückzahlung der nach TSt. 7 erhobenen Steuer stattgegeben. Die Revision des Beklagten kann keinen Erfolg haben. Die Entscheidung des Landgerichts entspricht der Rechtsprechung des Reichsgerichts zu der mit TSt. 7 des Stempelsteuergesetzes vom 21. Oktober 1924 im wesentlichen übereinstimmenden Tarifstelle 32 Abs. 1c des Stempelsteuergesetzes vom 31. Juli 1895.

Wie der erkennende Senat in dem Urteil vom 4. Juli 1913 (RGZ. Bd. 83 S. 50) ausführt, ist für jene Tarifstelle kein Raum, wenn der beurkundete Vertrag nichts anderes enthält als die Uebereignung der veräußerten Sache, weil alsdann der Urkundeninhalt von einer vom Erwerber übernommenen Gegenleistung, die zur Annahme eines lästigen Veräußerungsgeschäfts unerläßlich ist, nichts ergibt. Lästig oder entgeltlich ist ein Geschäft nur dann, wenn beiderseits Leistungen gegenüberstehen, die nach dem Willen der Parteien gegeneinander ausgetauscht werden sollen, dergestalt, daß das, was jeder Teil durch die Leistung des anderen erlangt, an die Stelle des durch seine eigene Leistung dem anderen Gewährten tritt. Mit dem Urteil in RGZ. Bd. 83 S. 50 ist davon auszugehen, daß die dem Erwerber fiduziarischen Eigentums obliegende Verpflichtung, nach Erledigung des Sicherungszwecks die übereigneten Sachen wieder herauszugeben, nicht den Gegenwert für die Sachen bildet. Zu der Frage, ob etwaige andere Abmachungen den Vertrag zu einem lästigen im Sinne jener Tarifstelle machen, nimmt das vorerwähnte Urteil in der Weise Stellung, daß es in der Vereinbarung einer Verfallklausel für den Fall nicht pünktlicher Zahlung einen bedingten Kauf erblickt, auf den TSt. 32 des alten StempStG. Anwendung findet. Ob auch ein lästiges Veräußerungsgeschäft vorliegt, wenn die Vereinbarung dahin geht, daß der Gläubiger im Falle der Nichtzahlung der Forderung durch Verkauf der übereigneten Sachen Befriedigung zu suchen und einen etwaigen Uebererlös dem Schuldner herauszugeben hätte, läßt das Urteil dahingestellt. Die Antwort wird vom erkennenden Senat durch das Urteil vom 26. September 1916, VII. 197/16 (Zentralblatt für Zölle 1916 S. 266 = Gruchots Beitr. Bd. 61 S. 158), dahin gegeben, daß in einem solchen Falle kein lästiges Veräußerungsgeschäft anzunehmen sei, weil dem Kreditgeber durch eine derartige Vereinbarung keine Verpflichtung zum Verkauf auferlegt, ihm vielmehr nur die Befugnis dazu eingeräumt werde. Hieran ist jedenfalls für die Fälle, in denen der Kreditgeber bei Abschluß des Sicherungsvertrags noch keine Bindung bezüglich der Ausübung der Befugnis abgeben will, festzuhalten und ein lästiges Veräußerungsgeschäft mit dem Landgericht auch dann zu verneinen, wenn der Gläubiger befugt ist, an Stelle des Verkaufs der übereigneten Sachen diese selbst in Anrechnung auf seine Forderung zu übernehmen. Auch hierin kann in solchen Fällen eine rechtlich selbständige Gegenleistung für die Sicherheitsübereignung nicht gefunden werden. Auf diesem Standpunkt steht auch die Mehrzahl der Kommentatoren zum neuen Stempelsteuergesetz, so Weinbach S. 183, Heucke S. 182. Messerschmidt-Kollat S. 153; a. M. (ohne Begründung) nur Loeck-Eiffler S. 151[7], 246[6].

Wenn die Revision im Gegensatz zu der vom Landgericht für seine Entscheidung angeführten Ansicht von Planck, Komm. zu BGB. I. Bd. S. 414 ff., geltend macht, eine auf das bloße Wollen des Verpflichteten gestellte Potestativbedingung sei für wirksam zu erachten und mache den Vertrag in einem Falle wie dem vorliegenden zu einem bedingten Kauf, so kann die Beantwortung dieser Frage dahingestellt bleiben. Denn das Landgericht legt den Vertrag vom 12. Juli 1928 dahin aus, daß der Kläger bei dessen Abschluß noch nicht den Willen gehabt habe, schon eine Bindung, wenn auch nur eine bedingte, einzugehen, daß er sich vielmehr die die Kreditnehmerin bindende Erklärung lediglich zu seiner eigenen Sicherung habe geben lassen. Selbst wenn es sich bei dieser Auslegung um einen typischen Vertrag handeln sollte, wäre sie nicht zu beanstanden, vielmehr würde der Senat den Vertrag in derselben Weise auslegen. Dann aber ist auch die Ansicht des Landgerichts rechtsirrtumsfrei, es liege nur eine

die Kreditnehmerin bindende Offerte vor, deren Annahme ins Belieben des Klägers gestellt sei und auf die, mangels einer vertraglich übernommenen Gegenleistung des Kreditgebers, die TSt. 7 StempStG. keine Anwendung finde. Die zu § 19 des Reichsstempelgesetzes ergangenen Entscheidungen des Reichsfinanzhofs in RFH. Bd. 13 S. 140, Bd. 19 S. 15 stehen dem nicht entgegen. Denn diese sehen die Voraussetzungen eines bedingten Anschaffungsgeschäfts nur dann als gegeben an, wenn nach dem Parteiwillen eine obligatorische Bindung anzunehmen sei, eine solche wird aber vorliegend verneint.

Auch der schließlich von der Revision noch geäußerten Ansicht, bei der Vertragsauslegung des Landgerichts würde der Vertrag nicht gegen die Konkursgläubiger wirken (§ 15 KO.), kann nicht beigepflichtet werden. Auch dann, wenn kein lästiges Veräußerungsgeschäft vorliegt, ist der fiduziarische Eigentumserwerb bereits vollendet, an den zur Sicherung übereigneten Sachen würde der Kreditgeberin bei einem etwaigen Konkurs ein Absonderungsrecht zustehen.

Hiernach war die Revision zurückzuweisen.

3. Zu § 13 KörpStG., §§ 13 u. 19 EinkStG.

Es ist nicht möglich, eine festprozentuale Mindestgrenze des Aktienbesitzes anzunehmen, bei der die Einzelbewertung aufzuhören und die Bewertung unter dem Gesichtspunkt des einheitlichen Aktienpakets einzutreten hätte.

Urteil des Reichsfinanzhofs vom 30. September 1929 — I A 720. 28 —, abgedr. in Mitt. d. Steuerstelle d. RDI. 1929, S. 467.

Mit der Beteiligung an der W. Aktiengesellschaft hat es folgende Bewandtnis. Die Beschwerdeführerin besaß am 1. Januar 1925 außer 500 Stück Vorzugsaktien im Nennwerte von je 10 RM 915 Stück Stammaktien der Aktiengesellschaft im Nennwert von je 200 RM, die sie in ihrer Goldmarkeröffnungsbilanz und ihrer Steuerbilanz mit 105 pCt. = 192 150 RM bewertet hatte. Damit besaß sie 24 v. H. des Grundkapitals der Aktiengesellschaft, also nicht genug, um das Schachtelprivileg aus § 11 Nr. 3 des neuen Körperschaftsteuergesetzes, das mindestens 25 v. H. erfordert, in Anspruch zu nehmen, wohl aber genug, um des Schachtelprivilegs nach § 6 Nr. 8 des alten Körperschaftsteuergesetzes, das nur 20 v. H. erforderte, teilhaftig zu sein. Am 3. Oktober 1925 erwarb sie weitere 210 Stück Stammaktien der Aktiengesellschaft im Tausch gegen 190 ihrer eigenen Aktien im Nennbetrage von je 300 RM, deren Kurs damals 100 pCt. war. Diese in Tausch gegebenen eigenen Aktien hatten also am Tauschtag einen Kurswert von 190 × 300 = 57 000 RM. Die eingetauschten Stammaktien hatten einen Kurswert von 122,5 pCt., sie wären nach dem Kurse also mit 210 × 200 × 1,225 = 51 450 RM zu bewerten gewesen. Am 31. Dezember 1925 war der Kurs der Aktien 93 pCt., die für die neu eingetauschten 210 Stück 39 060 RM, für den gesamten Stammaktienbestand im Besitze der Beschwerdeführerin 209 250 RM ergeben. Die Aktiengesellschaft setzte in ihrer Handelsbilanz den bereits im Vorjahr vorhanden gewesenen Bestand von 915 Stück wiederum mit 105 pCt., den neu eingetauschten Posten von 210 Stück dagegen mit einem sogenannten Stücktauschwert von 149,75 RM je Stück, insgesamt also mit 31 445 RM, ein. Der Buchprüfer verlangte die Bewertung des ganzen Aktienbesitzes nach dem gemeinen Werte, den die Aktien in ihrer Eigenschaft als dauernde Beteiligung für das Unternehmen hätten, und nahm zur Grundlage für die Ermittlung dieses Wertes 105 pCt., also 210 RM für jede einzelne Stammaktie. Die Beschwerdeführerin wandte sich gegen die Bewertung der Stammaktien mit 105 pCt. und verlangte, sie gemäß § 261 HGB. mit dem Stichtagkurse von 93 pCt., d. h. die gesamten 1125 Stammaktien mit 209 250 RM, zu bewerten. Die Vorbehörden legten bei der Veranlagung sowie in der Einspruchs- und Berufungsentscheidung die Bewertung des Buchprüfers zugrunde.

Die Rechtsbeschwerde ist begründet. Allerdings bejaht der Senat die grundsätzliche Frage, daß unter Umständen Beteiligungen als besondere Gegenstände des Betriebsvermögens angesehen werden können. Daß ein solcher Gedanke dem Gesetzgeber nicht fernliegt, zeigt die Vorschrift im § 15 Abs. 3 Satz 3 des Vermögensteuergesetzes 1922.

Die Frage, wann aus einer Mehrheit von einzelnen Aktien, die jede für sich zu bewerten sind, ein als einheitlicher Gegenstand zu bewertendes Aktienpaket, eine Beteiligung wird, kann nur von Fall zu Fall beantwortet werden. Die Umstände, Gründe und Erwägungen, auf die der Besitz einer großen Anzahl von Aktien desselben Unternehmens zurückzuführen ist, können sehr verschieden und sehr wenig durchsichtiger Art sein. Was den Besitzer eines „Aktienpaketes" von dem Besitzer einer Mehrzahl von einzelnen Aktien unterscheidet, ist meist die Absicht, die Geschicke der Gesellschaft beherrschend zu bestimmen oder doch maßgebend zu beeinflussen. Der Beweis für das Vorhandensein einer solchen Absicht wird häufig schwer zu führen sein, da dem Paketbesitzer daran liegen kann, seine Absicht zu verschleiern. Es ist auch nicht wohl möglich, eine feste prozentuale Mindestgrenze des Aktienbesitzes anzunehmen, bei der die Einzelbewertung aufzuhören und die Bewertung unter dem Gesichtspunkt des einheitlichen Aktienpaketes einzutreten hätte. Eine solche Grenzziehung würde immer willkürlich bleiben. Man könnte z. B. daran denken, ein einheitlich zu bewertendes Aktienpaket stets zu bejahen, wenn, wie hier, der Gesamtbesitz ein Viertel des Grund- oder Stammkapitals übersteigt. Ein Anteilbesitz in dieser Größe sichert dem Inhaber nicht nur sämtliche handelsrechtlichen positiven und negativen Minderheitsrechte — vgl. HGB. §§ 254, 264, 266 Abs. 2, 268, 271 Abs. 3 Satz 2, 279 Abs. 1 und 2, 288, 295, bezüglich der Kommanditgesellschaften auf Aktien § 320 Abs. 3, bezüglich der Gesellschaften m. b. H. GmbH.-Gesetz §§ 50, 53, 61 Abs. 2, 66 Abs. 2 —, sondern auch das Einkommen- und Körperschaftsteuerrecht knüpfen an einen Besitz in dieser Höhe besondere steuerrechtliche Nachteile und Vorteile, vgl. § 30 Abs. 3 EinkStG. über die Besteuerung der Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen und § 11 Nr. 3 KörpStG. (Beteiligung mit mindestens ein Viertel) über das Schachtelprivileg. Gelegentlich können weniger als 25 pCt. der Aktien größeren Einfluß geben als in einem anderen Falle mehr als 25 pCt., z. B. dann, wenn ein weiterer erheblicher Teil der Aktien im Besitz eines anderen ist, von dem feststeht, daß er seinen Einfluß in der Aktiengesellschaft in gleichem Sinne geltend machen wird, etwa infolge Bestehens einer Interessengemeinschaft. Im Falle des Kampfes zwischen zwei Interessentengruppen, von denen jede 40 v. H. der Aktien besitzt, während von den restlichen 20 v. H. 15 v. H. in der Hand eines dritten Besitzers vereinigt sind, und die letzten 5 v. H. verstreuten Besitz darstellen, kann der Besitz der 15 v. H. einen außerordentlichen Wert in der Hand des Besitzers haben; er wird bei einer Veräußerung an jeden der beiden Großaktionäre mehr als den dreifachen Betrag des Börsenkurswerts der im freien Verkehr befindlichen 5 v. H. der Aktien erzielen. In einem derartigen Falle können schon 15 v. H. der Aktien ein Aktienpaket darstellen. Es kann auf der andern Seite Fälle geben, in denen selbst die Vereinigung der absoluten Mehrheit aller Aktien in einer Hand nicht zu einer Bewertung nötigt, die über den Börsenkurs der einzelnen Aktien hinausgeht. Denn in der Mehrzahl aller Fälle wird es so sein, daß die Interessen aller Aktionäre durch die Generalversammlung gleichmäßig gewahrt werden, daß die Interessen der Gesellschaft und der Gesamtheit aller Aktionäre identisch sind, so daß es für die Gestaltung der Geschicke der Aktiengesellschaft gleichgültig ist, ob die Majorität in der Generalversammlung durch den Besitzer eines Aktienpakets oder durch die Stimmen vieler Kleinaktionäre zustande kommt. Die Beherrschungs*möglichkeit* einer Aktiengesellschaft durch ein Aktienpaket ist etwas vages und nicht geeignet, als entscheidendes Merkmal dafür zu gelten, daß ein als einheitlicher Gegenstand zu wertendes Aktienpaket gegeben ist. Um eine Einheit anzunehmen, müßten vielmehr bestimmte Vorteile nachweisbar sein, die der Großaktionär durch die Anhäufung der Aktien erstreot, Vorteile, die sich in Geld schätzen lassen. Ob das Erstreben solcher Vorteile nachweisbar ist und bei der Schaffung des Aktienpakets eine Rolle gespielt hat, ist im wesentlichen Tatfrage. Dabei wird allerdings der für eine Mehrzahl von Aktien gezahlte, erheblich über dem Börsenkurs der einzelnen Aktien liegende Preis regelmäßig einen Anhaltspunkt für eine Sonderbewertung geben können. Denn kein Kaufmann legt für einen Gegenstand mehr Geld an, als er muß, und wenn er für eine Anzahl von Aktien mehr, als ihrem Börsenkurs entspricht, gezahlt hat, so beweist er damit einerseits, daß er zur Zeit der Anschaffung es für unmöglich hielt, die gleiche Menge von Aktien zu dem niedrigeren Börsenkurse zu beschaffen, anderseits, daß der Besitz dieser Aktien ihm für sein Geschäft den gezahlten Mehrpreis wert war, daß also der gemeine Wert im Sinne des § 19 EinkStG. in dem tatsächlichen Preise wohl gegeben war. Immerhin wird man aber zu prüfen haben, ob der gezahlte Mehrpreis tatsächlich durch die Absicht des Erwerbers erklärt werden muß, sich bestimmte, einer näheren Darlegung fähige Vorteile zu verschaffen oder ob nicht dabei Erwägungen anderer Art entscheidend gewesen sind. Es kann z. B. ein Kaufmann, der einen größeren Posten einer bestimmten Art Aktien zu einem nahen Termine liefern muß, verhüten wollen, daß durch seine Einkaufsbemühungen der Börsenpreis der im freien Handel beziehbaren Aktien unverhältnismäßig in die Höhe getrieben wird. Er wird es dann vorziehen, einen in einer Hand befindlichen großen Posten Aktien zu einem nur wenig über dem Börsenkurs liegenden Preise anzukaufen.

Entfällt dann die Notwendigkeit der Lieferung und bleibt er infolgedessen im Besitze der Aktien, so kann ihm nicht verwehrt werden, diese alsbald nur mit dem Börsenkurs einzusetzen.

Der Senat ist der Ansicht, daß der vorliegende Tatbestand keine genügende Veranlassung bietet, von der regelmäßigen Bewertung des Aktienbesitzes nach den Grundsätzen der Einzelbewertung, die dem Pflichtigen das Recht gibt, den am Stichtag geltenden Börsenkurs zugrunde zu legen, abzuweichen. Der Mehrbetrag, den die Gesellschaft in dem Kurswert ihrer in Tausch gegebenen Aktien aufgewendet hat, um die zuletzt erworbenen 210 Stück Aktien in ihren Besitz zu bringen, beträgt rechnungsmäßig 5550 RM, also nicht 10 v. H. des Börsenwerts der in Tausch gegebenen Aktien. Die Beschwerdeführerin hat stets bestritten, daß mit diesem Erwerb eine Verschiebung der Machtverhältnisse innerhalb der Aktiengesellschaft beabsichtigt und erzielt worden sei, und irgendein Beweis dafür ist in den Vorinstanzen nicht erbracht worden. Die Anschaffung als solche erklärt sich im vorliegenden Falle hinreichend durch die Absicht der erwerbenden Gesellschaft, ihren Besitz an Aktien auf d i e Höhe zu bringen, die nach dem neuen Recht zur Wiederausübung des Schachtelprivilegs erforderlich war, und der gewährte Ueberpreis läßt sich mit Erwägungen der Art erklären, daß die erwerbende Gesellschaft nicht durch Inanspruchnahme des offenen Marktes für die von ihr benötigten Aktien deren Kurse in die Höhe treiben wollte. Es wird nun in der Regel kein Grund zur Sonderbewertung eines Aktienpakets vorliegen, wenn die Zusammenbringung eines Aktienbesitzes von 25 pCt. allein durch die Absicht, das Schachtelprivileg zu erlangen, zu erklären ist. Das verbietet sich bereits durch die Möglichkeit einer verschiedenartigen Regelung des steuerlichen Tatbestandes, die schon im bisherigen Körperschaftsteuerrechte gewechselt hat (erst 20, später 25 pCt.) und jederzeit wiederum anders bestimmt werden kann. Es wäre ein höchst auffallendes Ergebnis, wenn ein unverändert bleibender Besitz von 20 v. H. fremder Aktien in der Hand einer Erwerbsgesellschaft unter der Herrschaft des alten Körperschaftsteuergesetzes als einheitliches Aktienpaket hätte bewertet werden m ü s s e n, nach dem neuen Körperschaftsteuergesetze plötzlich als Summe von einzelnen Gegenständen behandelt werden k ö n n t e und in Zukunft wiederum anders bilanzmäßig zu behandeln und zu bewerten wäre, wenn etwa eine neue Aenderung des Körperschaftsteuerrechts die Grenze für die Ausübung des Schachtelprivilegs wieder anders festlegen sollte. Rein steuerliche Vorteile, die an den Besitz bestimmter Vermögensteile anknüpfen, sind grundsätzlich bei der Bewertung solcher Gegenstände in den Steuerbilanzen außer acht zu lassen. Für den Anschaffungswert ergibt sich das von selbst, für den gemeinen Wert vgl. § 138 Abs. 1 RAbgO. Wertpapierbesitz ist nach § 43 RBewG. bei der Vermögensteuer bevorzugt. Um deswillen wird aber nicht etwa Wertpapierbesitz in den Einkommensteuerbilanzen höher bewertet als der entsprechende Besitz an baren Mitteln, und der gleiche Aktienbesitz wird bei verschiedenen Einzelkaufleuten nicht um deswillen verschieden bewertet, weil der Besitz und das Erträgnis daraus je nach der Höhe des auf den betreffenden Aktienbesitzer anzuwendenden Vermögens- oder Einkommensteuer-Tarifsatzes verschieden hoch bestimmt wird. Solche steuerliche Auswirkungen gehören zu den nach § 138 Abs. 1 Satz 2 RAbgO. nicht zu berücksichtigenden persönlichen Verhältnissen. Es muß danach angenommen werden, daß die Tatsache des durch das Schachtelprivileg gegebenen steuerlichen Vorteils allein eine Aenderung der Bewertung, d. h. also hier einen Uebergang von der Einzelbewertung der Aktien zu der Gesamtbewertung der Beteiligung nicht rechtfertigen kann, zumal es nicht der Absicht des Gesetzgebers entsprechen dürfte, den steuerlichen Vorteil, den er durch Gewährung des Schachtelprivilegs gibt, durch eine infolge desselben Privilegs eintretende abweichende Bewertungsmethode wieder einzuschränken. Danach sind im vorliegenden Fall ausreichende Gründe, die eine Einsetzung der Aktien in die Schlußbilanz zu einem höheren Werte als dem Börsenkurs des Stichtags rechtfertigen würden, nicht gegeben und die Rechtsbeschwerde muß dazu führen, die Bewertung der Aktien mit 93 pCt. zuzulassen.

4. Zu § 36 KapVStG.

A l s e r s t e E r w e r b e r d e r A k t i e n k ö n n e n d i e G r ü n d e r d e r A k t i e n g e s e l l s c h a f t n i c h t a n g e s e h e n w e r d e n, w e n n s i e d i e A k t i e n n u r f ü r R e c h n u n g d e r G e s e l l s c h a f t ü b e r n o m m e n h a b e n u n d d i e M i t t e l d e r G e s e l l s c h a f t e r s t a u s d e r Z e i c h n u n g d e r A k t i e n d u r c h d i e Z e i c h n e r z u g e f l o s s e n s i n d.

Entsch. d. RFH. v. 30. IV. 1929 — II. A. 151. 29 —; abgedr. in „Steuer und Wirtschaft" Nr. 12 v. Dezember 1929 Sp. 1758/60.

Im Streitfalle liegt eine Simultangründung bei den in Rede stehenden beiden Aktiengesellschaften vor. Daß bei einer solchen die Gründer nicht unter allen Umständen als die ersten Erwerber der Aktien im steuerrechtlichen Sinne anzusehen sind, hat der Senat in den Fällen anerkannt, in denen eine Aktiengesellschaft mit Hilfe vorgeschobener Personen gegründet worden ist. Nach dem Urteil Bd. 14 S. 228 = StW. 1924 Nr. 597 sind in solchem Falle als erste Erwerber die Gründungsinteressenten anzusehen, wenn aus ihren Mitteln die Gesellschaft gegründet worden ist. Wie in dem RFU. vom 14. Januar 1927 II A 550[26] = StW. 1927 Nr. 255 weiter ausgeführt ist, liegt aber das Wesentliche jener Entscheidung nicht darin, daß die ersten Erwerber die Gründungsinteressenten sein m ü s s e n, sondern in dem Grundsatz, daß erster Erwerber der ist, der, ohne daß ein anderer zuvor die Aktien für sich hat erwerben wollen, die zum Erwerb der Gesellschaftsrechte erforderliche Leistung im eigenen Namen an die Gesellschaft bewirkt. Die Frage, wer Gründungsinteressent ist, kann daher auf sich beruhen bleiben, wenn es feststeht, daß es nicht die Gründungsinteressenten sind, die mit ihren Mitteln die Gesellschaft gegründet haben. Im vorliegenden Falle sind den neu gegründeten Gesellschaften die Mittel erst aus der Zeichnung der Aktien durch die Zeichner zugeflossen.

Wie in dem RFU. Bd. 19 S. 186 = StW. 1926 Nr. 514 ausgeführt ist, will § 36 KapVStG. die Konkurrenz zwischen Gesellschaftsteuer und Börsenumsatzsteuer dergestalt ausschließen, daß der gesamte Gründungsvorgang nur von der G e s e l l s c h a f t s t e u e r getroffen, die Börsenumsatzsteuer also insoweit ausgeschlossen wird, als der Gründungsvorgang reicht. Unter die Gesellschaftsteuer fallen aber alle Rechtsvorgänge bis zum Erwerbe der Gesellschaftsrechte durch den ersten Erwerber in dem vorhin bezeichneten Sinne. Denn wer als erster Erwerber der neuen Aktien anzusehen ist und worin die für den Erwerb erforderlichen Zahlungen und Leistungen bestehen, ist nach der ständigen Rechtsprechung des Senats nicht lediglich nach bürgerlich-rechtlichen Gesichtspunkten auf Grund des formellen Gesellschaftsgründungsvertrags zu entscheiden, sondern auf Grund einer einheitlichen Beurteilung des gesamten Gründungsvorganges. Für diese kommt es aber darauf an, wer nach den bei der Gründung vorwaltenden Absichten die Mittel für die neuen Gesellschaften hergeben und gegen die Hergabe die Aktien als erster für sich erwerben soll. Demgegenüber ist es bedeutungslos, wenn, um rascher zu einer Eintragung der Gesellschaft im Handelsregister zu kommen oder aus sonstigen Gründen, die Form der Simultangründung gewählt worden ist und die Gründer die übernommenen Aktien auf die Aktiengesellschaft übertragen haben, damit diese die Aktien verwerte. Denn dies hat nur formale Bedeutung. Die Gründer fungieren hier lediglich als Uebernahmekonsortium für Rechnung der Gesellschaft. Das Wesentliche liegt allein darin, daß erst durch die Veräußerung der Aktien für Rechnung der Gesellschaft dieser Mittel von seiten derjenigen zufließen, die die Aktien erstmalig für sich selbst erwerben wollen.

Mit dieser Begründung hat der Senat in dem erwähnten Urteil vom 14. Januar 1927 II A 550[26] = StW. 1927 Nr. 255 in einem Falle, in dem mehrere Mitgründer einer Aktiengesellschaft neben der Uebernahme von Aktien für eigene Rechnung weitere Aktien zu treuen Händen der Gesellschaft derart übernommen hatten, daß diese für die Gesellschaft verwertet wurden, dahin entschieden, daß hinsichtlich dieser weiteren Aktien erst die Dritterwerber als die ersten Erwerber anzusehen seien, die Hingabe der Aktien von den Gründern an die Gesellschaft also nicht als börsenumsatzsteuerpflichtiges Anschaffungsgeschäft anzusehen, demnach nur der Verwertungserlös zur G e s e l l s c h a f t s t e u e r herangezogen werden könne. Der vorliegende Fall liegt grundsätzlich nicht anders, nur daß die Gründer hier sämtliche Aktien für Rechnung der Aktiengesellschaft übernommen haben. Die bf. Aktiengesellschaft kommt als Gründungsinteressent, mit dessen Mitteln die Gesellschaft gegründet worden wäre, nicht in Betracht, da es von vornherein nicht in ihrer Absicht gelegen hat, die beiden Aktiengesellschaften mit ihren eigenen Mitteln zu finanzieren, sie vielmehr nur bei der Zuführung von Mitteln seitens der Zeichner von Aktien Provisionen hat verdienen wollen. Der in der Entscheidung Bd. 14 S. 228 = StW. 1924 Nr. 597 behandelte Fall liegt hier also nicht vor. Das gleiche gilt von den in der Vorentscheidung als Gründungsinteressenten bezeichneten Personen. Denn diese haben sich nicht in verbindlicher Weise gemeinsam verpflichtet, die Mittel für die Gesellschaft aus ihrem Vermögen herzugeben, sondern eine Verpflichtung zur Uebernahme der Aktien ist erst für jeden einzelnen von ihnen durch Zeichnung von Aktien, sofern sie sich an der Zeichnung überhaupt beteiligt haben, entstanden.